ARCANO

Octubre 2016

Apocalypse Now?
Aumenta el riesgo de una crisis financiera

En Septiembre de 2016 Alan Greenspan comentó que el bono a diez años del Tesoro norteamericano podía caer un 25%, al subir su rentabilidad desde el actual 1,3% a una más realista del 5%. El que el activo "libre de riesgo" por antonomasia presente tan elevado riesgo nos lleva a una enorme paradoja. Otros activos "libres de riesgo" como el bono alemán, el holandés o el japonés se encuentran en el precio más elevado en siglos. Nos encontramos ante la mayor burbuja de bonos soberanos de la Historia. Una corrección no sólo provocaría intensas pérdidas entre muchos inversores, entre ellos algunos sistémicos como aseguradoras y bancos, sino que presentaría enormes consecuencias negativas en la valoración del resto de activos (bonos corporativos, bolsas y activos reales). La clave reside en si el proceso de ajuste (que sin duda se producirá) será acelerado o gradual. En nuestra opinión los bancos centrales tendrán margen de maniobra para intentar que sea gradual. Éste sería nuestro escenario base. Sin embargo, el riesgo de que el proceso sea acelerado ha aumentado, a medida que se reduce el mencionado margen de maniobra de los bancos centrales. Aunque creemos que este escenario es menos factible que el base, sus posibilidades van aumentando. Las formidables consecuencias que se derivarían en forma de una crisis financiera sin precedentes serían tan relevantes que consideramos que es fundamental exponerlas en este informe. El Apocalipsis se ha profetizado en múltiples culturas con escaso éxito en el resultado. Sin embargo, ante la mayor burbuja financiera de la Historia, el estudio de un eventual Apocalipsis financiero y sus potenciales consecuencias es de obligado cumplimiento para prevenir los efectos.

Ignacio de la Torrre, Ph. D.
idelatorre@arcanogroup.com
+34 91 353 21 40

Leopoldo Torralba
ltorralba@arcanogroup.com
+34 91 353 21 40

Resumen Ejecutivo

España, que llegó a quebrar 13 veces en 300 años (entre 1577 y 1866), se financia a un tipo de interés inferior al de los EEUU al situarse el bono español al mayor precio de su Historia. Irlanda, intervenida hace pocos años por la "troika", emitió recientemente un bono a cien años que pagaba un 2,35%. México, país emergente que ha vivido convulsas crisis las últimas décadas, y con una relevante dependencia del precio del petróleo, emitió un bono a 100 años al 4,2%. Argentina, que protagonizó en 2001 la que entonces fue la mayor quiebra soberana de la Historia, se financia hoy en los mercados a un tipo de interés de un 5%, similar al que Greenspan afirma que debería financiarse el Tesoro de los EEUU. Los bonos japoneses a diez años pagan un 0% a pesar de estar su gobierno en uno de los mayores niveles de deuda de su Historia. El Bund alemán se sitúa en el mayor precio de su Historia, y el holandés, en el mayor precio de sus últimos 500 años. ¿Ciencia ficción? No, bienvenidos al mundo de burbujas financieras provocadas por la política monetaria.

Los bancos centrales, tras la Gran Recesión, emplearon un enorme arsenal de medidas ortodoxas y no ortodoxas de política monetaria para evitar que la recesión se convirtiera en una Gran Depresión. Posiblemente actuaron correctamente. Sin embargo, muchas de las extraordinarias medidas de política monetaria se mantienen siete años después de la Gran Recesión, lo que ha alimentado enormes burbujas en los mercados financieros. El bono a diez años, "activo libre de riesgo", es uno de los activos con más riesgo del mundo. Su enorme sobrevaloración ha provocado el trasvase de las burbujas hacia los bonos corporativos, bolsas y activos reales. Por lo tanto, si pincha la valoración del bono "libre de riesgo" nos podemos encontrar con una crisis financiera sin precedentes, ya que no sólo experimentarían pérdidas los propietarios de dichos bonos (especialmente aseguradoras y bancos, de gran importancia sistémica), sino que las pérdidas se trasladarían al resto del mercado financiero en multitud de activos.

Los bancos centrales, conscientes de este riesgo, intentarán graduar cualquier movimiento brusco en el bono a diez años, sea mediante intervenciones verbales o financieras. El mercado lo sabe, y juega con esta premisa. El escenario más realista es que los bancos centrales tengan éxito en evitar una implosión descontrolada en el precio de este activo. Sin embargo, creemos que la premisa en la que se basa el mercado (un banco central omnipotente) es falsa. El poder de un canco central se basa en un contrato social con los ciudadanos. En el mismo, el ciudadano acepta que la política monetaria se lleve a cabo por técnicos no electos. A cambio, dicho ciudadano confía en el banco central para que éste consiga pleno empleo, sostenga la inflación controlada y mantenga la estabilidad financiera. En nuestra opinión, el primer objetivo se ha logrado en áreas muy relevantes, pero las amenazas están creciendo rápidamente en el segundo punto y especialmente en el tercero. Esto quiere decir que el margen de maniobra del banco central para evitar una enorme crisis financiera es menor del que mucha gente considera.

La Gran Recesión de 2009 fue provocada no por una inflación de precios de consumo, sino por una inflación de precios de activos, que es justamente la que afrontamos ahora. Si los resultados obtenidos por los bancos centrales hubieran sido magníficos en lo que a generar crecimiento económico respecta, se podría aducir que su margen de maniobra podría seguir siendo amplio; sin embargo, en muchos países, lejos de estimularse la demanda, lo que ha aumentado es el ahorro, gracias en parte a que los tipos tan reducidos obligan a muchos ciudadanos a aumentar dicho ahorro destinado a jubilación. Por otro lado, los años vividos tras la Gran Recesión nos han mostrado una fuerte caída de la demanda agregada, lo que ha provocado que el exceso de capacidad productiva ante esa menor demanda (*output gap*) desemboque en un periodo de inflaciones inusualmente bajas. Sin embargo, es un error dejarse llevar por ese espejismo temporal de los últimos años. Series muy largas de inflación (por ejemplo en Inglaterra desde 1209 o en EEUU desde el siglo XVIII) demuestran cómo la inflación es un problema real, que crece especialmente cuando se crea dinero desaforadamente. Durante 2016 veremos cómo el *output gap* desaparece en varias economías occidentales (y en 2017 será ya moderado en las que subsista). El riesgo de inflación subirá. La política monetaria por sí sola no es capaz de hacer frente a los problemas estructurales de muchas economías, y como hemos visto, los resultados son cuanto menos discretos para los enormes riesgos financieros que han generado. Si poco a poco pasamos de un mundo adicto a la política monetaria a un mundo que exige más soluciones desde la política fiscal y la estructural, este escenario se traducirá en una menor demanda y una mayor oferta de bonos, lo que hará caer su precio, algo que provocaría una tormenta en el precio del resto de activos. El riesgo financiero estará servido, y el *behavioural finance* podrá convertir este escenario en un histerismo colectivo de consecuencias incalculables.

Por lo tanto, el "riesgo de cola", o sea una crisis financiera, ha aumentado significativamente durante el último año.

¿Y por qué consideramos que en los últimos tiempos están aumentando los riesgos de que en próximos meses pueda precipitarse el pinchazo de las burbujas existentes?:

- La subida del precio del petróleo provocará que, en poco tiempo, éste comience a aportar crecimiento positivo relevante a la inflación general (frente a la presión bajista de los últimos años).
- La inflación subyacente está creciendo actualmente en EEUU a niveles superiores al objetivo del 2% para la inflación general (debido al aumento de los salarios, en un entorno de paro mínimo). La inflación del sector servicios, en concreto, se incrementa el 3%.
- El crédito se está recuperando, consolidando crecimientos razonables en EEUU y mostrando aumentos positivos en Europa.
- La inestabilidad financiera está en niveles máximos, en un mundo de tipos de interés negativos en una parte relevante de la renta fija pública y ratios de valoración muy elevados en algunas bolsas y sectores inmobiliarios relevantes en el mundo. La deuda pública de muchos países, los balances de los principales bancos centrales e incluso el endeudamiento empresarial en EEUU muestran niveles máximos históricos también. Además, algunos bancos centrales detentan ya un porcentaje excesivo del saldo de deuda pública viva.
- Las políticas fiscales, en muchos países avanzados, están siendo menos restrictivas, preparando el camino para un eventual relevo de la política monetaria. Además, el crecimiento generalizado de los partidos populistas también puede favorecerlo.
- La popularidad de los principales bancos centrales se está viendo mermada.
- En definitiva, fue un simple incremento en morosidad del segmento hipotecario subprime (con un peso irrelevante en el endeudamiento global de los agentes privados en EEUU), el que aparentemente encendió la mecha de la explosión de la burbuja de crédito en la gran crisis global iniciada en 2007. En un entorno de grandes desequilibrios y burbujas múltiples, cualquier evento, por nimio que sea, podría encender ahora la mecha.

El contenido de este informe pretende describir las causas principales de la burbuja del activo "libre de riesgo" en la que nos encontramos inmersos, su traslación al resto de activos financieros, las razones que nos llevan a concluir que las bases de la generación de estos fenómenos no son sostenibles, la corrección que puede producirse en la mencionada burbuja del activo "libre de riesgo" y sus consecuencias en múltiples activos financieros y reales.

Inicialmente argumentamos que existe actualmente una burbuja en el activo "libre de riesgo" y explicamos cómo se ha gestado (destacando el papel de las política monetarias no convencionales de los bancos centrales), cuantificando los principales indicadores asociados. Posteriormente describimos cómo se ha producido un proceso de traslación de la burbuja señalada hacia el resto de activos financieros y reales. Después, razonamos por qué consideramos que se ha reducido sensiblemente el margen de maniobra de los bancos centrales en lo referente al sostenimiento de la burbuja mencionada del activo "libre de riesgo".

Más adelante, aclaramos que asumimos dos posibles escenarios a futuro. Por un lado, el más probable, consistente en un gradual endurecimiento de la política monetaria, que conseguiría ir deshinchando la burbuja del activo "libre de riesgo" paulatinamente. Pero, existiría otro escenario, menos probable pero de ponderación creciente, basado en un potencial estallido abrupto de la burbuja ante la posible plasmación de una serie de eventos de potenciales efectos muy nocivos (aceleración excesiva de salarios e inflación, episodios de acusada inestabilidad financiera, relevo de la política monetaria por parte de la fiscal, *behavioral finance* asociado al miedo en un entorno de burbuja).

Finalmente, describimos las consecuencias potenciales que una posible explosión de la burbuja del activo "libre de riesgo" tendría en los mercados financieros y en la economía. La secuencia sería, primero derrumbe de la burbuja de activos "libre de riesgo", y posterior contagio a múltiples activos cuya valoración está asociada al tipo de interés del señalado activo "libre de riesgo", como bonos gubernamentales de peor calidad crediticia, bonos corporativos (tanto grado de inversión como *high yield*), préstamos bancarios, renta variable y activos inmobiliarios.

Preámbulo: el *quantitative easing* y la quema de los templarios

El 18 de Marzo de 1314 el último maestre de la Orden Templaria, Jacques de Molay, fue quemado vivo (figura 1) por órdenes del rey francés Felipe IV (figura 2). Este último había accedido al trono en 1289. Fue impulsor de una agresiva política bélica que provocó que los gastos públicos se situaran sistemáticamente por encima de los ingresos. Cuando los prestamistas rehusaron seguir financiando la diferencia, Felipe IV comenzó a acuñar la moneda con un menor contenido de plata. Así, si la moneda francesa, el escudo tornés (figura 3), se acuñaba con un 96% de plata en los tiempos de San Luis (abuelo de Felipe IV), hacia 1306 las monedas francesas apenas tenían un 37% de plata, ya que las cecas reales, por orden del rey, habían procedido a extraer el metal para fundirlo y así financiar el déficit.

Figura 1. Quema de Jacques de Molay

Figura 2. Rey Felipe IV

Figura 3. El Escudo tornés

Las consecuencias de este mayúsculo experimento monetario fueron evidentes: se devaluó la moneda francesa frente a la inglesa o a las italianas, desapareció el dinero de buena calidad (para evitar ser reacuñado en monedas de menor valor), y se disparó la inflación, algo que dañó a pobres (por el encarecimiento del precio de los alimentos) y a ricos (que habían prestado dinero "fuerte" a los pobres que era repagado con dinero "débil").

El descontento fue en aumento, y tan pronto como en 1292, el Rey ordenó arrestar a los mercaderes lombardos, confiscándoles sus bienes, y obligándoles a "comprar" la ciudadanía francesa. La suma no fue suficiente. En 1306 se decretó la expulsión de los judíos y la confiscación de sus bienes. Tampoco fue suficiente. El alto clero y la nobleza, perjudicados por la devaluación monetaria, exigieron al Rey medidas urgentes, y el pueblo, harto de la inflación, se levantó contra el monarca, que tuvo que huir del palacio y tomar refugio en la fortaleza parisina de los templarios. El Rey decidió que la única forma de volver a la moneda fuerte con un alto contenido de plata consistía en apresar el tesoro del Temple, cosa que consiguió tras ordenar el arresto masivo de los templarios en Octubre de 1307. El último acto de este episodio culminó con la referida quema en la hoguera del último maestre. A las pocas semanas fallecería Felipe IV en un accidente de caza. Dante Alighieri denominó a Felipe IV "el rey falsificador de moneda". Hoy quizás lo llamaríamos el primer "expansor cuantitativo" o *quantitative easer*.

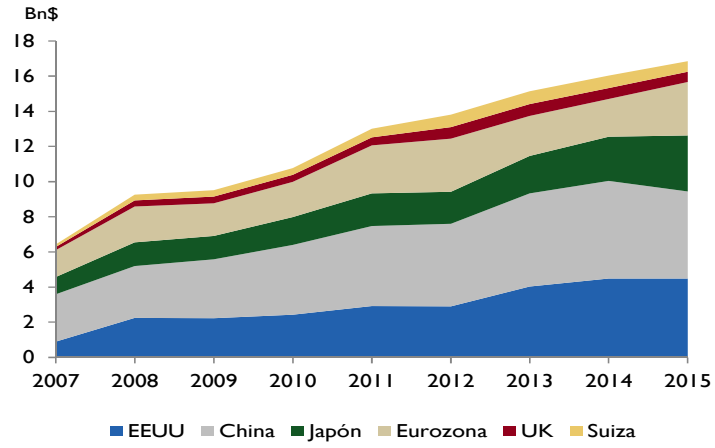
Este episodio nos ilustra cómo la acuñación masiva de dinero puede permitir afrontar un problema del corto plazo, pero cómo también se generan enormes riesgos de medio plazo que habrá que afrontar antes o después. En el siglo XIV el problema se afrontó con expulsiones, detenciones y hogueras. Posiblemente en el siglo XXI las medidas serán menos violentas, pero no por ello menos terroríficas.

1. La mayor burbuja financiera de la Historia

Primero: la política monetaria genera la burbuja en el bono soberano, mal llamado "libre de riesgo"

La crisis financiera de 2007-2009 y la Gran Recesión de 2009 provocaron uno de los mayores estímulos monetarios de la Historia, si no el mayor. Desde entonces, los principales bancos centrales se embarcaron no sólo en una fuerte reducción de tipos de interés, sino en sucesivos episodios de expansión cuantitativa (cuando el escenario de tipos cercanos a cero imposibilitaba su mayor reducción, en un entorno de necesidad de mayor relajación de política monetaria), por lo que los bancos aumentaban el tamaño de su balance mediante la compra de diversos activos financieros, sobre todo bonos gubernamentales, creando dinero en su pasivo en un importe equivalente, en forma tanto de dinero en circulación como de reservas de los bancos comerciales en los bancos centrales (Figura 4).

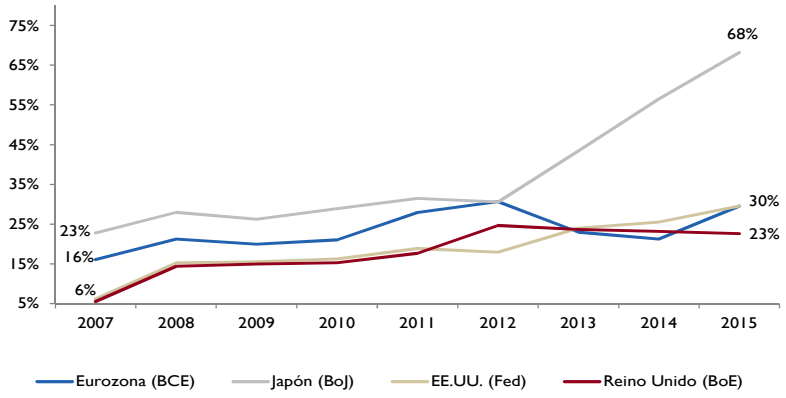
Figura 4. Evolución del balance de los bancos centrales



Fuente: Algebris Investments (UK) LLP

Así, el tamaño del balance de los principales bancos centrales aumentó desde unos seis billones e dólares en 2006 (menos de un 12% del PIB mundial) hasta los 17 billones de la actualidad, o casi un 23% del PIB mundial. En concreto, la Reserva Federal (FED) de los EEUU, subió su balance desde el 6% del PIB norteamericano en 2007 hasta el 30% actual. En el mismo periodo el Banco de Inglaterra pasó del 6% al 23%, el Banco Central Europeo (Eurosistema) del 16% al 30% y el Banco Central de Japón del 23% al 68%, cotas no alcanzadas en la Historia reciente (figura 5). Todavía a fecha de hoy los bancos centrales (Europeo, Inglaterra y Japón) inyectan unos 200.000 millones de dólares mensuales de liquidez al sistema, en una gran parte canalizada hacia la compra de bonos soberanos.

Figura 5. Activos de los bancos centrales (% del PIB)



Fuente: Bancos centrales

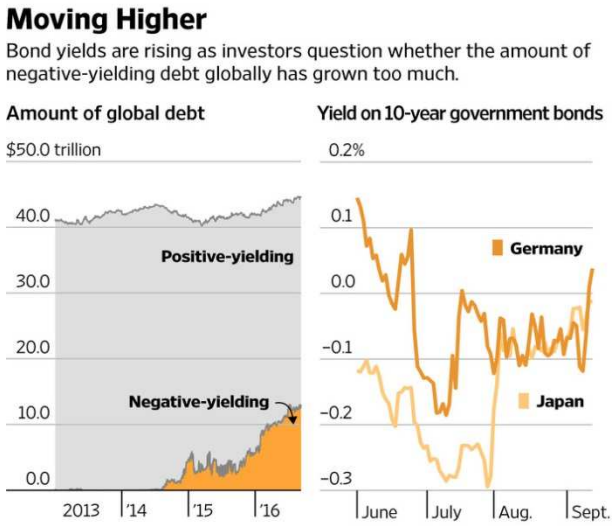
La compra de bonos por parte de los bancos centrales hace subir su precio, y por lo tanto disminuir su rentabilidad. Los bonos gubernamentales a diez años tendían a cotizar a una rentabilidad equivalente al crecimiento nominal (crecimiento real más inflación) a largo plazo estimado en una economía, y así muchos bonos de países occidentales ofrecían históricamente rentabilidades entre el 3% y el 4%. Sin embargo la compra masiva de bonos por los bancos centrales hizo subir desaforadamente su precio, disminuyendo por lo tanto sus rentabilidades hasta mínimos históricos. De este modo, hoy en día el precio del bono norteamericano, el alemán, el español, el japonés… se encuentran en máximos históricos; obsérvese por ejemplo esta situación en el bono alemán (con su precedente prusiano), en el que se recogen series históricas de precios de unos 200 años (figura 6).

Figura 6. Evolución rentabilidad del bono a 10 años alemán (con su precedente prusiano)

Fuente: Deutsche Bank

En realidad es un juego de suma cero (el gobierno debe dinero al banco central, a su vez controlado por el gobierno). Como consecuencia de dichas compras, si el mercado mundial de bonos soberanos presenta un tamaño de entre 40 y 45 billones de dólares, los bonos a tipo negativo (es decir, en los que el gobierno devuelve al prestamista una cantidad "menor" que la prestada), han pasado desde cero en 2013 hasta unos 12 billones en la actualidad (figura 7).

Figura 7. casi un 30% del mercado de bonos soberano se encuentra ya con rentabilidad negativa



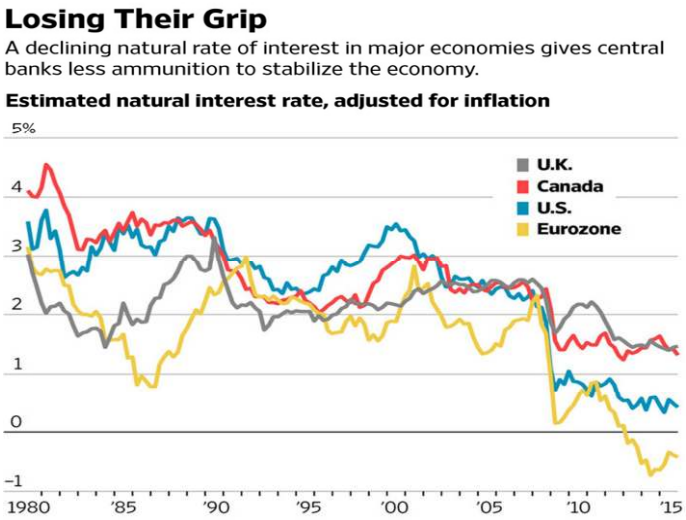
Fuente: The Wall Street Journal, Bank of America Merrill Lynch, Thomson Reuters

Como la burbuja se ha concebido desde el bono soberano (el mal llamado activo "libre de riesgo") evaluemos su gestación y contagio hacia otros activos, para entender la naturaleza de la burbuja.

¿Cuál es el precio correcto para un activo "libre de riesgo"? Tradicionalmente se considera que si no existe riesgo de crédito (el que un país quiebre), un bono debería cotizar a un nivel coherente con una rentabilidad que compense a un inversor por tres factores: el tipo de interés real (antes de inflación), la inflación esperada y el riesgo de inflación (es decir, la capacidad para predecir la inflación). Si el país además presenta un riesgo de crédito, habrá que sumar el diferencial que compense el riesgo de que un país quiebre.

El tipo de interés real lo determina la propensión mundial a ahorrar vs. la propensión a invertir. En general, poblaciones más envejecidas se traducirán en mayores tasas de ahorro, y la mayor incertidumbre sobre el crecimiento futuro, en menores tasas de inversión. Ambos efectos parecen haber explicado una fuerte reducción de los tipos de interés reales (figura 8).

Figura 8. Evolución de los tipos de interés reales



Fuente: Kathryn Holston, Thomas Laubach del Consejo de la Reserva Federal; John C. Williams de la Reserva Federal de San Francisco, The Wall Street Journal

Sin embargo, ambos factores ya estaban presentes en 2008 y es interesante cómo sólo tras casi diez años se cuantifica este efecto. ¿Pueden los tipos de interés reales seguir bajando? Es muy dudoso que así sea, ya que los tipos de interés reales negativos son una evidente anomalía histórica. En 2008 ya teníamos poblaciones envejecidas, un crecimiento económico neto de intensidad de crédito cuestionable, y escasos crecimientos de la productividad. Y los tipos de interés reales eran superiores a los actuales.

Respecto a las expectativas futuras de inflación, que cumplen un papel relevante en la valoración de los bonos soberanos, es cierto que se han visto lastradas por las reducidas y decrecientes inflaciones observadas los últimos años (debido al exceso de deuda y capacidad productiva existente, producto de la crisis). De hecho, dichas inflaciones incluso se han situado en terreno negativo en muchos países… No obstante, eliminando del cálculo los factores más volátiles (energía y alimentos), las inflaciones subyacentes han sido positivas y, en cualquier caso, ni han sido tan reducidas como para justificar las exiguas rentabilidades de los bonos, ni los factores que las han provocado tienen que repetirse en el futuro a medio plazo (como explicaremos más adelante).

En definitiva, la compra masiva de activos financieros por parte de los bancos centrales ha provocado inflación de activos "libres de riesgo" (bonos soberanos), lo que deprime sus rentabilidades e implica burbujas implícitas en sus cotizaciones (por no estar las mismas justificadas por sus fundamentos económicos, es decir, por las expectativas futuras de tipos reales e inflación). Y esta política puede desplazar el ahorro hacia activos de mayor riesgo (en la búsqueda de rentabilidades superiores, *hunt for yield*), lo que puede trasladar la mencionada burbuja del activo "libre de riesgo" a otro tipo de activos, tanto financieros como reales (como explicaremos a continuación).

Segundo: la burbuja de los activos "libres de riesgo" provoca burbujas en el resto de los bonos gubernamentales

Tradicionalmente se consideran activos "libres de riesgo" (que como hemos expuesto, sí que tienen un enorme riesgo) a los bonos del gobierno de EEUU y Alemania. El resto de los bonos gubernamentales se valoran añadiendo un diferencial al tipo de interés comandado por el activo "libre de riesgo". Por lo tanto, al bajar la rentabilidad del activo libre de riesgo, a un diferencial constante, también baja la rentabilidad del resto de los bonos de otros gobiernos, hasta generar situaciones en las que posiblemente el retorno no merezca la pena el riesgo. Así hemos visto cómo Argentina quebró hace algo más de diez años, en la que en su momento fue la mayor quiebra soberana de la Historia. Hoy en día los bonos argentinos cotizan a un 5%, es decir, a algo más de un 3% de rentabilidad adicional sobre el bono equivalente de los EEUU. ¿Compensa esta rentabilidad el riesgo de crédito? La Historia nos dice que no. Otro ejemplo interesante es el de España, país que quebró trece veces en 300 años (entre 1577 y 1866), y sin embargo hoy en día se financia a un tipo de interés inferior al del Tesoro de los EEUU, país que no ha quebrado en su Historia, mayor ya de doscientos años. Por todo ello, en caso de abruptas subidas de tipos de interés de activos libres de riesgo, lo normal es que los diferenciales de otros países vayan también en aumento.

Tercero: la burbuja de bonos gubernamentales provoca burbujas en los bonos corporativos y en los préstamos bancarios

Los bonos corporativos se valoran añadiendo un diferencial a la rentabilidad de los bonos de gobiernos. Si una compañía es considerada menos arriesgada que un gobierno, el diferencial puede ser negativo, pero en general el diferencial es positivo, y mayor cuanto más arriesgada sea la empresa. Los bonos de las empresas se dividen en bonos de alta calidad (grado de inversión), con una calificación crediticia superior a BBB-, y los bonos más especulativos (llamados de "alto rendimiento"), con calificaciones inferiores (en general son BB y B). La burbuja en los bonos gubernamentales desplazó el ahorro primero hacia los bonos con grado de inversión, estrechando el diferencial hasta mínimos históricos, de forma que muchos de estos bonos corporativos hoy se mueven casi linealmente con los bonos gubernamentales. Por lo tanto, si caen los bonos gubernamentales (lo que sin duda ocurrirá), caerán los bonos corporativos.

A su vez, la burbuja en los bonos con grado de inversión también ha desplazado el ahorro hacia los bonos especulativos. Hoy en día el índice europeo de bonos especulativos con rating BB muestra una rentabilidad inferior al 3%. La pregunta que surge es: ¿por qué los bonos de "alta rentabilidad" reciben el nombre de "alta"? Si hay corrección en los bonos de alta calidad también corregirán los de "alta" rentabilidad, si bien estos últimos presentan menos correlación a los bonos de gobiernos, debido a su mayor diferencial de crédito, por lo que paradójicamente podríamos observar cómo los bonos de "peor" calidad se comportan mejor que los de "mejor" calidad en términos relativos ante un escenario de crisis de bonos soberanos.

Cuando las empresas se financian a tipos tan bajos, trasladan también su presión a la banca, que se ve forzada a realizar préstamos a tipos históricamente reducidos. Como observamos antes de la crisis de crédito, contextos en los que abunda la liquidez a tipos de interés históricamente bajos acaban gestando una nueva crisis crediticia al prestar los bancos dinero a las empresas a tipos que no compensan los riesgos.

Cuarto: la burbuja de los bonos gubernamentales provoca burbujas en la bolsa

Una acción en bolsa se valora descontando los flujos de caja que dicha compañía puede generar a una tasa de descuento. Esta tasa de descuento equivale a la rentabilidad del bono "libre de riesgo" más un diferencial, mayor o menor en función del riesgo de la empresa (de media, el diferencial histórico ha estado en torno al 4,5%). Por lo tanto, si sube la rentabilidad del activo libre de riesgo, subirá la tasa de descuento de los flujos de caja, y se reducirá el valor de la acción. De esta forma las burbujas de los bonos afectan y contaminan a las Bolsas.

Mucho inversor observa las valoraciones bursátiles por el ratio precio sobre beneficios (PER). Históricamente este multiplicador se ha situado en unas quince veces. En general, el PER está inversamente correlacionado con los tipos de interés. Si suben los tipos (es decir, la rentabilidad del bono) baja el PER (de nuevo, al aumentar la tasa de descuento de los flujos futuros) y viceversa. Como el riesgo expuesto es de subidas de tipo, la amenaza a la Bolsa es a la baja. Cabe destacar que las cotizaciones actuales no implican, por lo general, un PER sobre beneficios

actuales excesivamente superior a las 15 veces señaladas de media histórica. Sin embargo, a continuación mencionamos un mejor indicador para valorar las acciones.

El PER se puede medir por el beneficio actual, el del año siguiente, o bien asumiendo que si la empresa hoy es extraordinariamente rentable debido a factores no usuales (como puedan ser momentos pico o suelo del ciclo económico), lo lógico es que su margen de beneficios vaya poco a poco aproximándose a la media de los últimos diez años. Este último multiplicador se llama CAPE[1], y fue planteado por el Premio Nobel Robert Schiller. Su lógica estriba en que a la larga los márgenes se acaban normalizando, y en general el que invierte en Bolsa cuando el CAPE está bajo y la vende cuando está alto, suele ganar bastante dinero, o al menos evita perderlo en el medio plazo. Hoy en día los márgenes se sitúan en los niveles más altos de la Historia en EEUU. Ajustándolos por la metodología CAPE, el PER sería de 27 veces (figura 9), frente a una media histórica de 15 veces. **Estos niveles son consistentes con una enorme burbuja, de hecho tan sólo se han observado antes del *crash* del 1929 y antes del *crash* de Marzo de 2000.**

Figura 9. Evolución del ratio CAPE (10 años) del S&P 500 (*)

(*) Último dato, 9 de septiembre 2016

Fuente: Universidad de Yale (www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.xls)

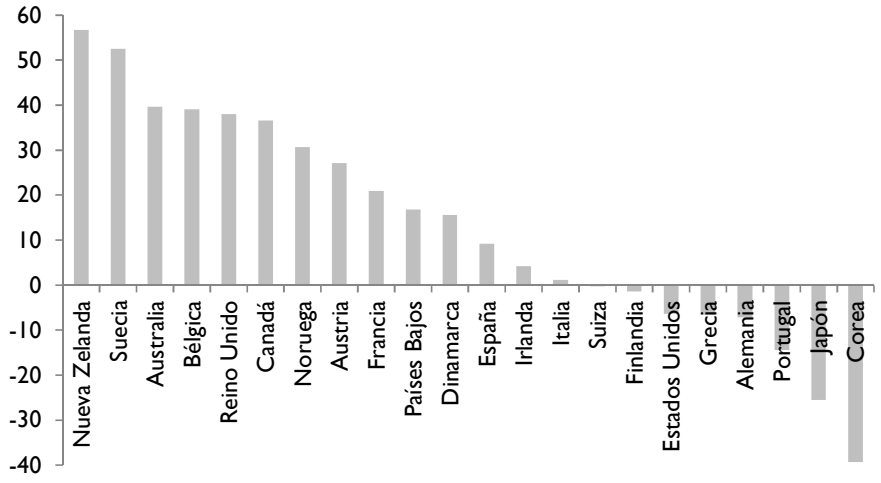
Quinto: la burbuja de bonos gubernamentales provoca burbujas en los activos alternativos, en especial en los inmuebles

Al disminuir su rentabilidad, los ahorradores privados se desplazan a otros activos más arriesgados, lo que también hace subir el precio de estos y disminuir su rentabilidad. El resultado es que hoy también nos encontramos con valoraciones históricamente altas en los bonos corporativos y en diferentes bolsas. Muchos inversores son conscientes de las relaciones arriba expuestas, y de los enormes riesgos que entrañan. Intentan protegerse comprando activos alternativos, como el inmobiliario, capital riesgo o materias primas.

Sobre los activos inmobiliarios, la enorme liquidez generada por la política monetaria se ha concentrado en la compra masiva de oficinas, que han visto cómo su rentabilidad se desplomaba a medida que subía su precio. Igualmente, el dinero se ha canalizado hacia las casas. La vivienda tradicionalmente se valora con un múltiplo entre el precio de la casa y los ingresos familiares, siendo el múltiplo histórico en la OCDE cercano a los 6,5 años de renta. Pues bien, a medida que la liquidez ha hecho subir el precio de la vivienda por encima de las rentas, se han ido generando progresivas burbujas inmobiliarias (figura 10), de mayor o menor intensidad. Aunque hay mercados de vivienda como el español donde no hay aún signos de burbujas, otros muchos mercados se sitúan ya en claro territorio de burbuja. Cuanto más tiempo tarde en cambiar la política monetaria, mayor riesgo de burbuja inmobiliaria, con las asociadas consecuencias que por desgracia bien conocemos.

[1] CAPE significa "Cyclically adjusted PE ratio", es decir, múltiplo que refleja el ratio de cotización de una acción sobre los beneficios medios obtenidos por la compañía los últimos 10 años.

Figura 10. Sobre (+) o infravaloración (-) de vivienda según ratio "Precio / rentas disponibles" vs. promedio histórico (%) en el segundo trimestre de 2016



Fuente: OCDE

Los activos subyacentes al capital riesgo se valoran de una forma análoga a la Bolsa, luego si hay corrección bursátil habrá corrección en la valoración del capital riesgo, matizado por el hecho de que las empresas en cartera por parte de los fondos suelen presentar un volumen alto de endeudamiento, a veces a tipo fijo, luego si sube la inflación se podría reducir el valor de la deuda, por lo que el valor de las acciones podría experimentar un comportamiento menos malo que el de otros activos.

Otros tipos de activos reales que tradicionalmente han sido usados como posible cobertura de inflación son las materias primas. Sin embargo, tras haber experimentado desde finales del siglo anterior un ciclo alcista de cerca de quince años, hoy en día se encuentran inmersas en uno bajista que, en este tipo de activos, suele durar varios años (al adaptarse la oferta muy lentamente a la demanda). Por ello, en este momento, no parece que las materias primas puedan ser una cobertura frente a inflación tan eficaz como lo fuera en otros ciclos inflacionarios. El oro, por su parte, aunque a muy largos plazos supone una buena cobertura frente a la inflación, presenta comportamientos y correlaciones frente a la misma muy irregulares en cortos plazos (no obstante, conforme aparezcan miedos crecientes de inflación futura, es otro activo que también puede experimentar una burbuja).

Conclusión: la mayor burbuja financiera de la Historia

La burbuja en la que se encuentran los activos "libres de riesgo" (básicamente bonos soberanos de Alemania y EEUU), se visibiliza en sus actuales tipos de interés ultra-reducidos. El hecho de no haber sido observados antes en toda su Historia lleva a concluir que estamos en la mayor burbuja que se recuerde al respecto. Estos niveles tan bajos de tipos se han traslado al resto de instrumentos de renta fija, a los que se aplica en sus valoraciones diferentes diferenciales (según su riesgo) sobre, el decreciente tipo de interés del "activo libre de riesgo". Y esto afecta tanto a los bonos gubernamentales de países con peor calidad crediticia, a los bonos corporativos con grado de inversión y a los asociados al *High Yield*. Todos ellos, por lo tanto, también se encuentran en territorio de la mayor burbuja de la Historia. También la renta variable se ha situado en un entorno de burbuja, por cuanto se valora, sobre todo, descontando los flujos futuros de caja de las acciones de las compañías a una tasa demasiado baja, basada en la aplicación de una prima, precisamente, sobre una rentabilidad del activo "libre de riesgo" inusualmente deprimida. Por otro lado, en el principal índice de EEUU, el ratio de cotización bursátil sobre los beneficios medios de los últimos 10 años (con el objeto de normalizar márgenes a lo largo del ciclo) muestra niveles muy elevados frente a medias históricas (sólo superados por niveles vistos antes de derrumbes sonados como el *crash* de 1929 o la explosión de la burbuja de internet a principios de siglo XXI). Finalmente, el exceso de liquidez del mercado, favorecido por las políticas monetarias no convencionales de los bancos centrales, también se ha dirigido hacia los activos inmobiliarios, en su búsqueda de mayor rentabilidad, en un entorno de tipos de interés ultra-reducidos (generando burbujas en oficinas, vivienda residencial en algunos países, etc…).

2. De burbuja en burbuja…¿hasta su estallido final?

Como hemos visto, la sucesiva ola de burbujas se sustenta en la inyección masiva de liquidez por parte de los bancos centrales desde 2008. Por lo tanto para evaluar si la burbuja estalla antes o después hay que analizar si los bancos centrales podrían estar gestando un cambio de rumbo en política monetaria.

Los bancos centrales, conscientes de todos los riesgos citados, intentarán que la transición hacia una política monetaria menos expansiva sea gradual, para así evitar una implosión del mercado. Éste es el escenario central y el más factible, en nuestra opinión. Sin embargo, aunque parezcan olvidados, existen importantes límites al margen de actuación de un banco central. Si alguno de estos límites se intensifica, entonces los bancos centrales tendrán menos margen de maniobra, y el riesgo de que afrontemos una corrección desordenada de los precios de los activos se materializará. Especialmente en la renta fija, ya que el riesgo de duración[2] ha aumentado en el proceso de búsqueda de mayor rentabilidad por parte de los inversores (que han incrementado los vencimientos medios de los bonos adquiridos).

Estaríamos ante un *Apocalypse Now*, esta vez sin interrogación.

Contemplemos, si la burbuja se ha gestado desde la política monetaria, si ésta podría variar, y sus posibles consecuencias.

Los límites a la política monetaria se pueden traducir en una menor demanda de bonos

Desde finales del verano de 2016 se debate activamente sobre si el escaso beneficio aparentemente conseguido con una política monetaria tan poco ortodoxa compensa los riesgos que ésta puede generar.

El debate antes citado es muy relevante, ya que si los bancos centrales cambiaran su política monetaria, el precio del activo "libre de riesgo" estaría en juego, y con él el precio del resto de activos. De ahí que muchos participantes del mercado afirmen que como los bancos centrales tienen capacidad infinita para crear dinero, nunca dejarán caer al bono de una forma desordenada.

Este razonamiento es incorrecto, ya que la capacidad de los bancos centrales para crear dinero no es infinita, está sometida a una serie de límites y riesgos. Veamos cuáles son.

Un banco central puede llevar a cabo política monetaria con independencia del poder político. Está demostrado que los países que otorgan independencia a sus bancos centrales consiguen mejores dosis de crecimiento y de inflación. Sin embargo esta renuncia a la soberanía está sometida a un contrato social con un triple objetivo, ya que los bancos centrales tienen el siguiente mandato:

- Conseguir un mercado laboral con el mínimo desempleo.
- Proteger a los ciudadanos y a las empresas del riesgo de inflación de consumo.
- Limitar el riesgo de inestabilidad financiera (el mandato fundacional de la FED, de hace un siglo, recoge claramente este tercer objetivo aunque el mercado comúnmente sólo recuerde los dos primeros).

A veces estos objetivos son conflictivos de cohonestar. En general los bancos centrales han conseguido con diverso éxito (mejor en EEUU y en Japón, menor en Europa, debido a que aún hay enormes diferencias entre países) el objetivo en lo que a reducción de desempleo respecta, luego corresponde analizar los otros dos factores, ya que si en algún momento se cuestiona el que los bancos centrales están poniendo en riesgo alguno de estos puntos, se abrirá el debate sobre su margen de actuación.

[2] La duración de un bono es una medida del vencimiento medio ponderado de todos los flujos que paga ese bono. A mayor duración, mayor sensibilidad de la valoración del bono a cambios en los tipos de interés. Por lo tanto, el riesgo de duración significa que si ésta es elevada y los tipos de interés suben significativamente, la valoración de los bonos podrían caer sensiblemente.

Primer límite: la inestabilidad financiera

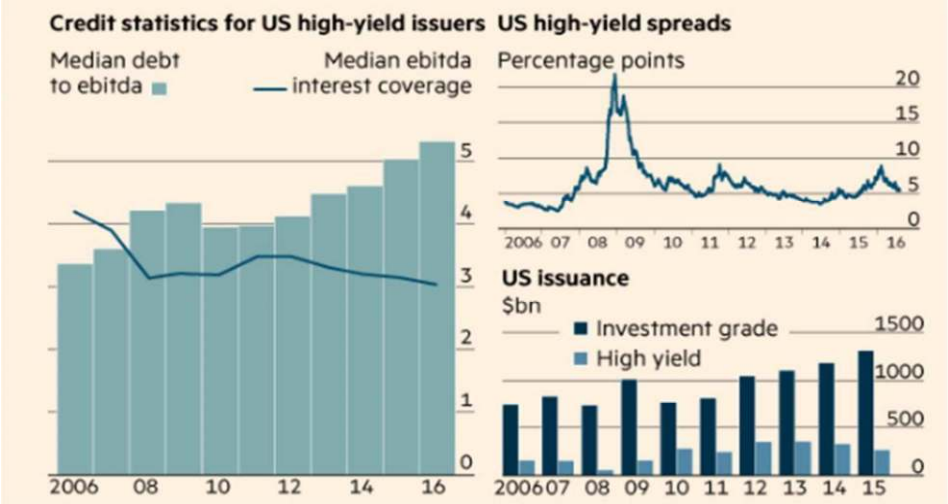
La compra masiva de activos por parte de los bancos centrales provoca la obvia inflación en el precio de los activos. En ocasiones, las crisis se gestan no porque aumente la inflación de consumo, sino la inflación de activos, en forma de burbujas. Para este último fenómeno no es necesario el que los bancos centrales estén realizando compras de activos. Así, la sobrevaloración de la Bolsa el año 2000 fue un buen ejemplo. Tradicionalmente los banqueros centrales afirmaban que su misión no era "retirar la copa en el auge de un banquete" sino "pasar la fregona cuando ha acabado la fiesta". Esto quiere decir que los banqueros centrales consideran que no se deben utilizar los tipos de interés para hacer explotar burbujas de activos, ya que la fijación de su precio corresponde al sector privado, pero sí deben bajar tipos cuando estalla una burbuja para así minimizar el daño consecuente en la economía.

Tras la crisis de crédito de 2007, se contempló cómo a todas luces la FED había errado manteniendo tipos bajos demasiado tiempo, aduciendo que el riesgo de inflación (de consumo) estaba acotado. Era cierto, pero la inflación de activos (en especial de la vivienda) estaba siendo galopante, en parte provocada por los bajos tipos de interés. Un banco central puede controlar los tipos a corto plazo, y hacer que estos influyan en los de largo plazo, pero estos últimos dependen de más factores, como la apetencia de los extranjeros sobre los bonos a largo plazo de un país determinado. Durante los años anteriores a la crisis del crédito muchos países asiáticos canalizaron sus ahorros hacia estos bonos, así como los bonos con subyacente hipotecario, lo que provocó el progresivo aumento de su precio y la depresión de su rentabilidad. Como consecuencia se abarató el acceso a la vivienda, lo que provocó una enorme burbuja, alimentada por un descontrolado crecimiento de la deuda, que como sabemos redundó en la Gran Recesión.

A partir de este episodio los bancos centrales replantearon su política. Quizá tenía sentido retirar la última copa del guateque, y no esperar a pasar la fregona, si el crecimiento de deuda estaba siendo inusualmente alto y estaba provocando una burbuja de activos. La FED posiblemente debería haber contrarrestado la situación anterior a la crisis con subidas de tipos más rápidas y decididas, pero no lo hizo.

Hoy en día los bancos centrales admiten que se ha gestado una de las mayores burbujas de la Historia, pero consideran que no hay que actuar subiendo tipos, ya que no perciben incrementos inusualmente altos de la deuda total de un país (en realidad nos encontramos con endeudamientos similares a los que había antes de la crisis, sólo que se ha traspasado mucha deuda privada al sector público). Pero precisamente, sí ha habido fuertes aumentos tanto de deuda de los Estados como de "deuda" de los bancos centrales (que al emitir dinero con sus políticas no convencionales aumentan su "pasivo"). Y dichos incrementos de deuda se produjeron, en realidad, para combatir los efectos negativos en la economía de la explosión de la burbuja de crédito privado que originó la Gran Recesión (los bancos centrales imprimieron dinero para adquirir deuda soberana, lo que permitió financiar a tipos reducidos los déficits públicos derivados de políticas fiscales expansivas que trataron de amortiguar la crisis de demanda privada que acaeció durante los peores momentos de la mencionada Gran Recesión). Además, en EEUU existe una preocupación creciente por parte de algunos miembros de la FED respecto al aumento de endeudamiento corporativo que se está produciendo en el país (al estar los tipos tan reducidos, muchas compañías intentan obtener la mayor financiación y los vencimientos más alargados posibles). Según Moody's (Figura 11), el ratio de endeudamiento medio "Deuda / Flujo de caja operativo EBITDA" se sitúa ya en máximos, estando en el segmento "grado de inversión" en 2,6 veces (frente a 2,2 en 2009), mientras la categoría *High Yield* muestra un ratio de 5 veces (vs. 4,2 en 2008).

Figura 11. Estadísticas de crédito del segmento *High Yield*



Fuente: Standard & Poor's; Federal Reserve Bank of St. Louis; Dealogic; Bank of America y Financial Times

Para prevenir las consecuencias de la inestabilidad apelan a políticas "prudenciales" que intentan limitar los riesgos de inestabilidad, estableciendo por ejemplo máximos al porcentaje de una vivienda que puede ser financiada mediante una hipoteca. Con todo, los bancos centrales desde hace mucho han apelado a las políticas prudenciales, pero lo cierto es que hasta ahora han funcionado con escaso éxito. Hoy nos encontramos con la mayor burbuja de activos de la Historia del gigantesco mercado de bonos. Esto genera un enorme riesgo de inestabilidad financiera. La pregunta que se debate ante el limitado éxito de la política de los bancos centrales y las enormes burbujas de activos expuestas más arriba es: ¿ha llegado el momento para endurecer la política monetaria y reducir el riesgo de inestabilidad? Si la respuesta es sí, las implicaciones sobre muchas valoraciones son muy profundas.

Segundo límite: riesgo de inflación de consumo

Recordemos que la valoración de un bono depende del crecimiento real futuro estimado en una economía (y por ende, el tipo de interés real asociado que un inversor debería exigir), las perspectivas de inflación futuras y la prima a aplicar según el grado de incertidumbre asociado a nuestra capacidad de estimar inflaciones futuras.

La inflación futura es la consecuencia de desequilibrios entre la capacidad futura de demandar bienes y servicios vs. la capacidad para ofrecerlos. Por otro lado, cuando se reduce el desempleo los trabajadores acaban negociando mayores salarios (su poder negociador mejora), por lo que las empresas reaccionan subiendo los precios de sus bienes y servicios, lo que alimenta la inflación. También la inflación puede ser un fenómeno asociado a la impresión masiva de dinero (como mostraremos más adelante). No nos debemos dejar engañar por el espejismo vivido los últimos ocho años, en los que han prevalecido más los dos primeros factores explicados en este párrafo. Una vez se normalicen, y estamos en ello, volveremos a la media histórica, que resulta cuanto menos inquietante. Trataremos estos factores más adelante, pero todo parece indicar que las tres causas fundamentales de la inflación aquí expuestas irán en una dirección evidente: la inflación subirá.

Respecto a nuestra capacidad para predecir la inflación es cierto que ha mejorado mucho durante los últimos treinta años (los modelos son mucho más sofisticados). Sin embargo, la predicción de cualquier factor depende de si las series históricas se realizan bajo pautas comparables. Nuestros modelos predicen la inflación en un mundo pasado en el que los bancos centrales no imprimían cantidades enormes de dinero. Además no tienen en cuenta factores relevantes como la salud de los sistemas financieros. La pregunta que surge es: ¿servirán nuestros modelos de datos pasados para predecir la inflación futura bajo condiciones tan novedosas? Todo parece apuntar a que no.

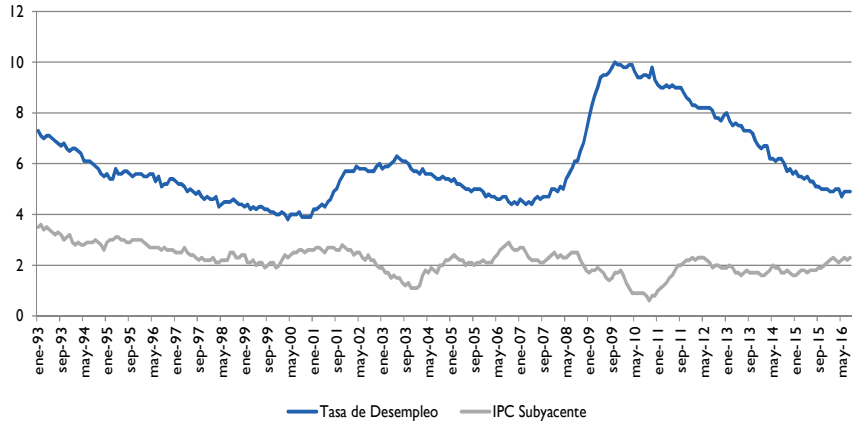
Hemos visto cómo un objetivo primordial de un banco central es la lucha contra la inflación. En general los bancos centrales han expuesto objetivos para lograr que la inflación se sitúe alrededor de un 2%. Si la inflación sube por encima de dicho límite, tenderán a subir tipos y viceversa. La crisis de crédito provocó una caída de los niveles de inflación, especialmente desde 2011, lo que justificó la agresividad de la política monetaria para combatir dicha bajada mediante políticas no convencionales, ya que al estar los tipos ya prácticamente a cero, los bancos centrales no podían contar con esta herramienta.

Por lo tanto, para entender el futuro de la política monetaria se hace preciso formarse una opinión sobre la inflación futura. Para esto es necesario entender la inflación en sus diferentes matices.

La inflación como desequilibrio entre oferta y demanda

Una forma de entender la inflación estriba en analizar si existe un desequilibrio entre la capacidad de una economía para ofertar bienes y servicios y su capacidad para demandarlos. Así, si opero al 100% mi fábrica de cerveza, es la única del país y observo mayor demanda de cerveza, mi reacción natural será subir los precios, y lo contrario si opero al 50% y la demanda se reduce. En el sector servicios este desequilibrio se mide como el diferencial entre el nivel de desempleo y el nivel de desempleo natural, es decir, aquel al que una economía puede funcionar sin acelerar la inflación. A medida que la economía de los EEUU ha alcanzado un nivel de desempleo cercano al desempleo natural (figura 12), ha aumentado su inflación. Para este análisis, utilizamos el concepto inflación subyacente porque es el más recurrente y por ello el que mejor puede predecir el comportamiento futuro, al no tener en cuenta la inflación de energía y alimentos (mucho más volátil). Este indicador muestra ya crecimientos superiores al objetivo del 2% de la FED de inflación general. Es decir, si la energía no estuviera actualmente en una senda descendente por la caída del precio del petróleo, la inflación general propiamente dicha ya estaría por encima del mencionado objetivo de la FED (y de hecho, los precios del petróleo hace ya meses que terminaron su tendencia bajista, por lo que en 2017 es de esperar no sólo que no aporten ya descensos al índice de inflación general, sino que contribuyan positivamente). Por otro lado, la inflación de servicios en EEUU ya está en niveles cercanos al 3% (y es esta inflación sobre la que más puede actuar la FED, ya que la asociada al sector industrial está más influenciada por factores externos asociados a la economía internacional).

Figura 12. Desempleo e inflación subyacente histórica en EEUU 1993 - Agosto 2016 (%, IPC subyacente)

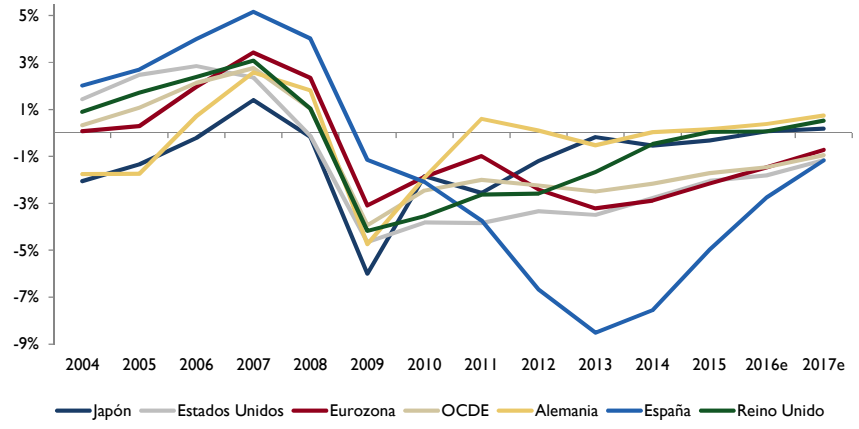


Fuente: Bureau of Labor Statistics

En Europa aún estamos por detrás de los EEUU, ya que el viejo continente ha tardado más años en volver a alcanzar el nivel de PIB anterior a la crisis. No obstante, la constante reducción de desempleo y su mayor nivel de desempleo natural hace suponer que la inflación también llegará a la zona euro antes de lo que descuenta mucha gente (de hecho, Alemania ya presenta un paro mínimo histórico desde la reunificación), y la inflación en la zona euro poco a poco comienza a subir.

Por otro lado, el *output gap* es un indicador que mide la diferencia entre el PIB actual de una economía y el PIB potencial de la misma (utilizando a plenitud sus factores productivos), medido en porcentaje del PIB. Un indicador negativo elevado implica un exceso de oferta de factores productivos y por ende una presión deflacionaria (y viceversa una cifra positiva elevada). Durante la crisis, se gestaron presiones deflacionarias asociadas a *outputs gaps* muy negativos (ante el súbito derrumbe de la demanda). Sin embargo, la tendencia actual es de notable reducción del indicador y por ello, mayores presiones inflacionarias (figura 13). De hecho, algunos países relevantes ya lo han cerrado (Japón, Alemania, Reino Unido), y otros estarán en niveles reducidos (-1% o inferiores) en 2017 (EEUU, Eurozona, España).

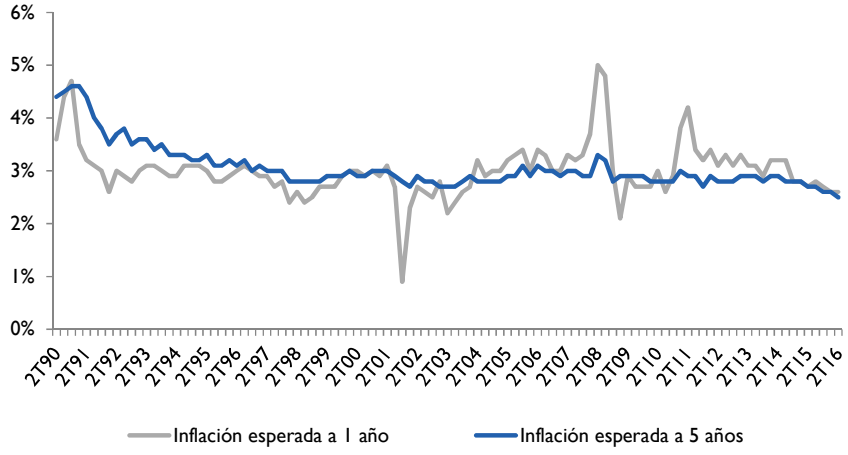
Figura 13. *Output gap* como % del PIB 2004-17e



Fuente: OCDE

Los bancos centrales observan mucho las expectativas de inflación del consumidor futuras, ya que si un ciudadano estima que la inflación va a subir tenderá a negociar con su empleador mayores subidas de sueldo, lo que puede generar un círculo vicioso. En el caso concreto de los EEUU (la economía que se encuentra más cerca de los procesos aquí descritos) se observa cómo el consumidor mantiene sus expectativas de inflación en niveles superiores a los objetivos de la FED (figura 14), aunque es cierto que en niveles inferiores a los años anteriores, lo que deja cierto margen de maniobra a la FED. Si observáramos una subida súbita de dichas expectativas (por ejemplo asociado a un rebote del precio del petróleo), la situación se agravaría.

Figura 14. Evolución de la inflación esperada a un año vs. a 5 años

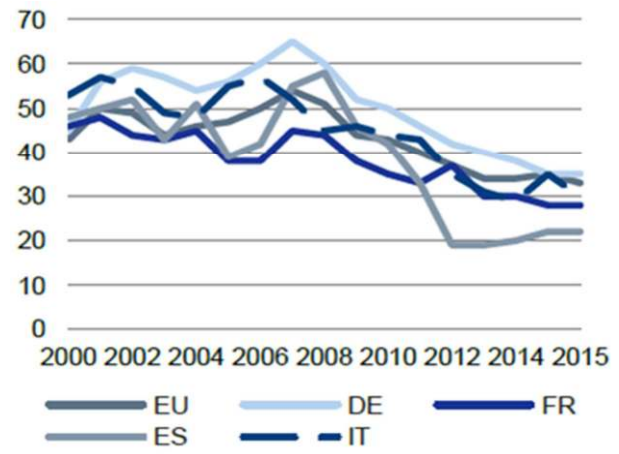


Fuente: Universidad de Michigan

Cabe plantearse las consecuencias de que poco a poco los ciudadanos reduzcan el nivel de confianza que depositan en un banco central, especialmente en la FED y el BCE (figuras 15 y 16). De momento, las expectativas de inflación de los consumidores no han subido, lo que confiere cierto margen de maniobra a los bancos, ya que muchas veces las negociaciones salariales y las decisiones sobre consumo dependen de la expectativa de inflación futura. Con todo, si como consecuencia de una eventual subida de la inflación presente, la expectativa de inflación futura sube, entonces el margen de maniobra de los bancos centrales será aún menor.

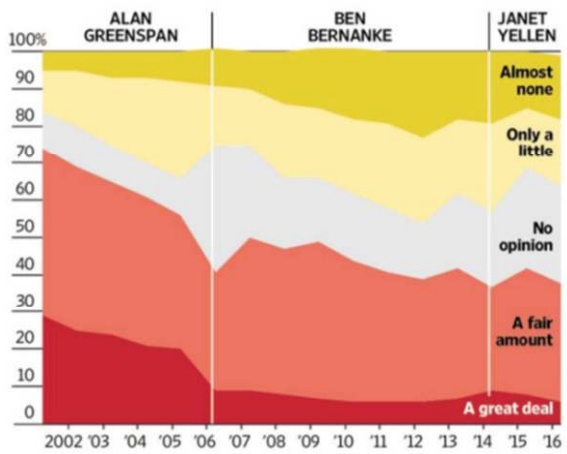
Con todo, aunque con cierta tendencia decreciente en el tiempo, las expectativas de inflación a cinco años del consumidor se han mantenido por encima del objetivo del 2% de la Fed durante muchos años, lo que indica que no obligatoriamente deben converger dichas expectativas a la inflación final (como ha sucedido desde hace varios años).

Figura 15. Evolución de la confianza de la población en el BCE



Fuente: Eurobarómetro

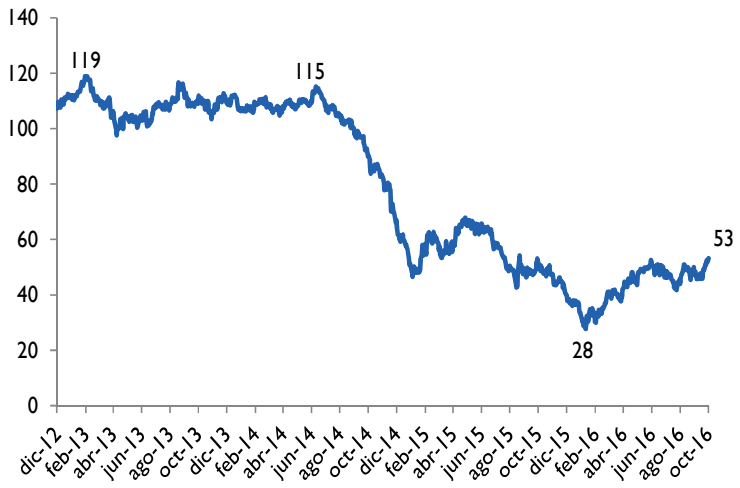
Figura 16. Evolución de la confianza de la población en la FED



Fuente: Gallup, The Wall Street Journal

Respecto a la evolución previsible futura del precio del petróleo (y por ende la presión inflacionaria del mismo), a finales de septiembre pasado la OPEP alcanzó un acuerdo para reducir la producción diaria hasta 32,5 millones de barriles. Este hecho debería impactar positivamente en el precio los próximos trimestres. La figura 17 muestra cómo el precio del petróleo tocó suelo en el primer trimestre del 2016, alcanzando en octubre niveles en torno al 90% más altos. Por lo tanto, sólo con mantenerse el precio de octubre, los precios medios del 2017 deberían estar por encima de los promedios observados en 2016 (en torno al 15%), generando inflación.

Figura 17. Precio del barril de petróleo Brent ($)



Fuente: Bloomberg

Inflación como fenómeno monetario

Por último, la teoría monetarista intenta explicar la inflación como consecuencia del dinero en circulación. Así, el gran economista norteamericano Irving Fisher expuso la teoría monetaria a principios del siglo XX. Su fórmula: figura 18.

Figura 18. Ecuación de Fisher

Teoría cuantitativa del dinero – Irving Fisher

$$M \times V = P \times Q$$

M = Cantidad de dinero en circulación

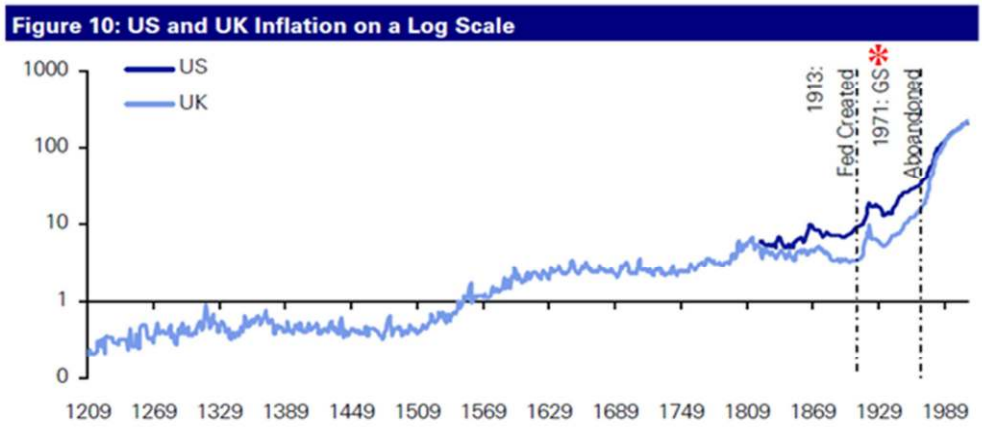
V = Velocidad de circulación de dinero, número de veces que cambia de mano

P = Nivel de precios (inflación)

Q = Nivel de producción

Que la inflación puede ser un fenómeno asociado a la impresión masiva de dinero, especialmente cuando el mismo no tiene un respaldo en forma de oro o plata, queda reflejado a lo largo de los siglos (figura 19). Desde el momento histórico en el que no existió el mencionado respaldo tangible del dinero, la inflación aumentó significativamente y estructuralmente.

Figura 19. Inflación histórica en EEUU y Reino Unido (escala logarítmica)

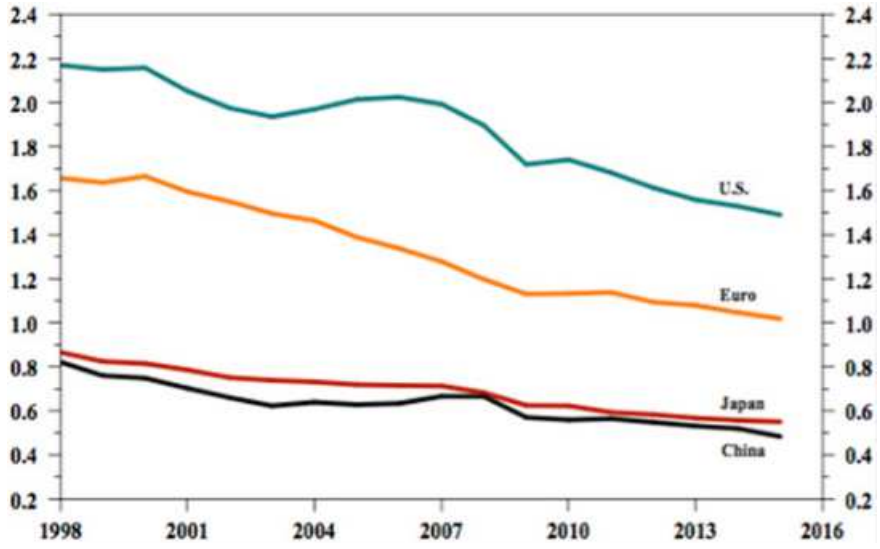


Fuente: Deutsche Bank

* *GS: Gold Standard*

La Ecuación de Fisher establece cómo la masa monetaria (el dinero que los bancos comerciales ponen en circulación en la economía) y la velocidad del dinero (cantidad de transacciones que efectúa en un año un euro o un dólar) explican el incremento de la producción y el incremento de la inflación. Desde la crisis se ha observado una fuerte reducción de la velocidad del dinero (explicable por el miedo; figura 20).

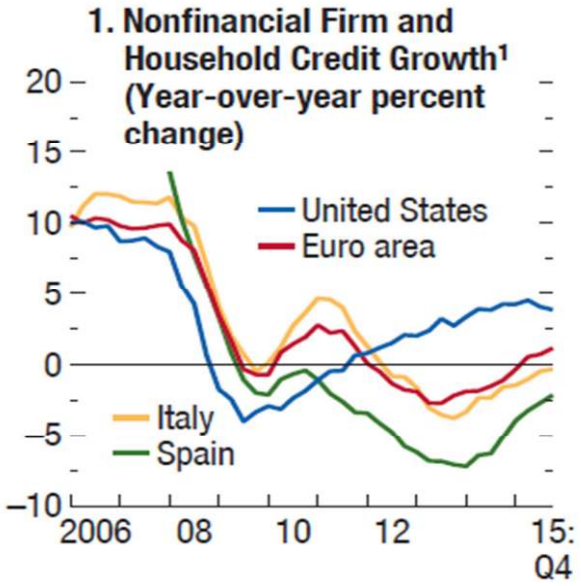
Figura 20. Velocidad de circulación del dinero 1998-2015



Fuente: Hoisington Quarterly Review and Outlook – 1Q2016

Por otro lado, los balances gigantescos de los bancos centrales no se han transferido a la economía en forma de masa monetaria (muchos bancos comerciales mantienen las reservas aparcadas en los bancos centrales). Si en cualquier momento ambos procesos giran hacia arriba mayores volúmenes de préstamos, algo que ya ha comenzado a ocurrir en EEUU y en Europa, figura 21, o mayor velocidad del dinero, que también está vinculada al crecimiento del crédito), el riesgo de que la inflación sorprenda al alza estará servido.

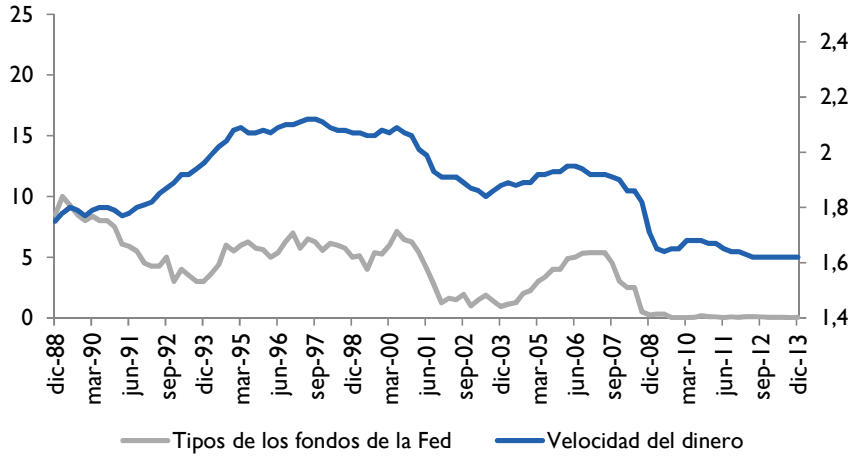
Figura 21: Variación anual (%) del crédito al sector privado 2006-15



Fuente: FMI World Economic Outlook abr'16

Paradójicamente, un potencial aumento del crédito que acelerara la velocidad de circulación del dinero, podría venir motivado por una subida de tipos de interés (por cuanto los bancos tendrían más incentivos para prestar; figura 22).

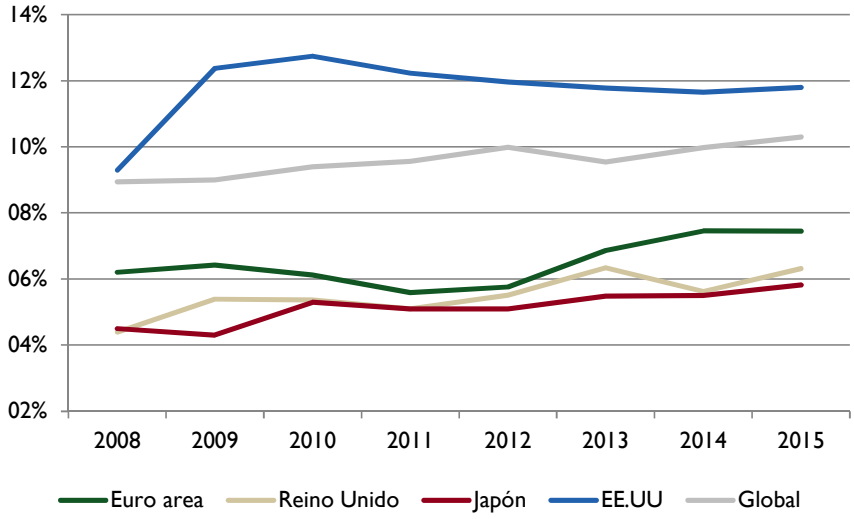
Figura 22. Relación entre tipos y velocidad de circulación del dinero EEUU



Fuente: Mauldin, *Code Red, (página 191[3])*

Por otro lado, aun a pesar de las normativas de requerimiento de capital más restrictivas para los bancos actualmente, estos cuentan con ratios de solvencia más elevados que al inicio de la crisis y por ello serían más receptivos a prestar cuando los tipos (y por ende el ROE[4]) comiencen a elevarse (figura 23).

Figura 23. Ratio de capital contable sobre activo total



Fuente: Banco Mundial

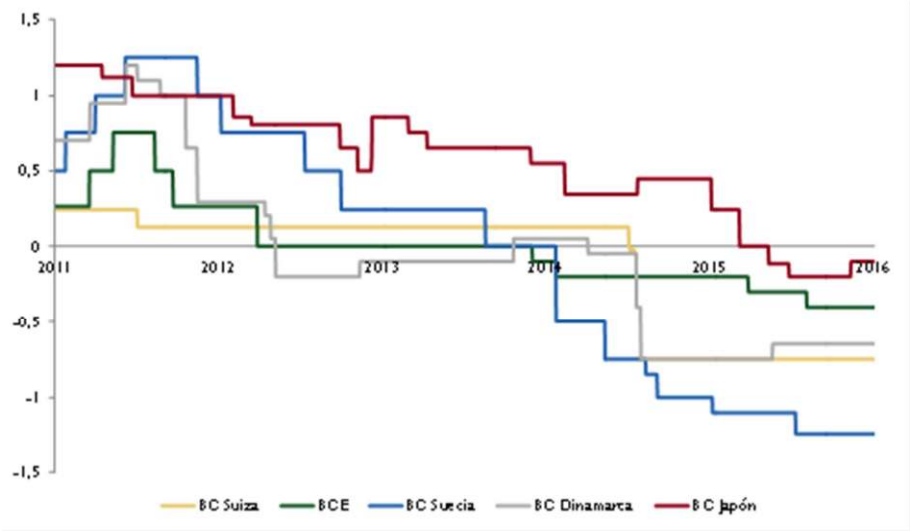
[3] Libro *Code Red*, página 191. Autores John Mauldin y Jonathan Tepper.

[4] ROE = Beneficio neto sobre recursos propios. Los bancos tienen por objetivo igualar, como mínimo, el ROE al coste de capital. Pero actualmente, los reducidos tipos de interés están motivando que dicho ROE (en torno al 5%) se sitúe muy por debajo del coste de capital (cercano al 10%). Cuanto menor sea el ROE frente al coste de capital, menor incentivo tendrán los bancos a prestar (ya que estarán destruyendo valor por cada préstamo realizado).

La limitada eficacia de las políticas monetarias no convencionales también puede reducir la demanda de bonos de los bancos centrales

Aparte de políticas de adquisición de activos, diversos bancos centrales, como alguno nórdico, el BCE o el Banco de Japón, han optado también por introducir tipos de interés negativos (por los que el banco central, prestamista de última instancia, penaliza los depósitos de los bancos comerciales en el banco central, en vez de retribuirlos; figura 24).

Figura 24. Tipos de interés de referencia 2011 - Agosto 2016 (%)



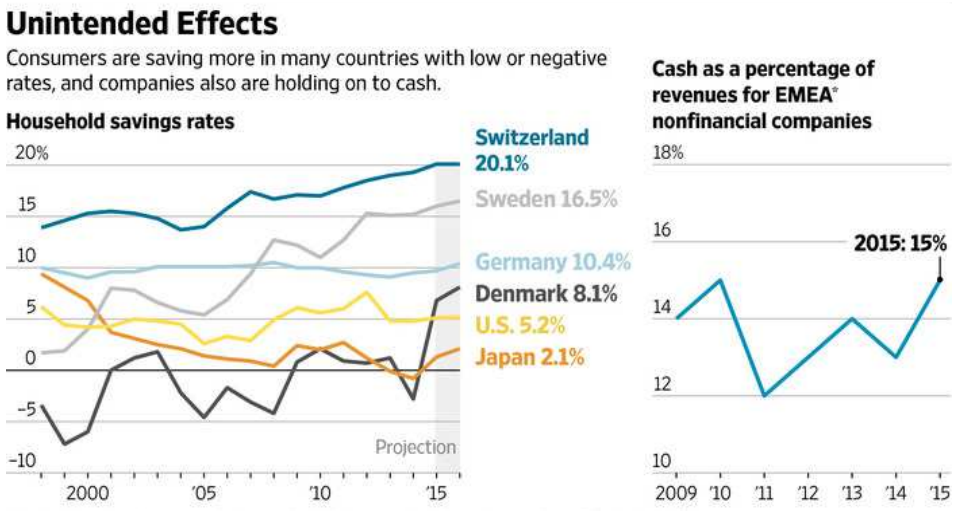
Fuente: BCE y bancos centrales de Suiza, Dinamarca, Suecia y Japón

Los tipos de interés negativos persiguen el intentar influenciar a los bancos comerciales para que hagan fluir una parte de sus enormes reservas depositadas en los bancos centrales hacia el sector privado, de forma que así se reactiven la inversión y el crecimiento y con él se consiga subir la inflación. Sin embargo, la evidencia de que esté consiguiendo resultados esta política en el tiempo que llevamos, es bastante poco convincente. Así, en general unos tipos de interés muy bajos o incluso negativos deberían provocar una reducción de la tasa de ahorro, y como consecuencia, un aumento de la inversión. Sin embargo no hay evidencia de que esté siendo así.

En ciertas ocasiones, se observa incluso el fenómeno contrario, como si ciudadanos y empresas ahorrarán más, preocupados por el hecho de que una política monetaria tan extraordinaria haga presagiar un futuro más incierto, o bien que al retribuirse el ahorro a un menor interés, les fuerce a ahorrar más, para así conseguir el nivel de renta deseado ante la jubilación (figura 25).

Es la base de la teoría de la trampa de la liquidez. El coste de oportunidad de mantener liquidez es muy bajo (por los tipos tan reducidos) y además, los agentes asumen que a futuro los tipos subirán y perjudicarán a la economía y los mercados (creen que, de cero o negativo, mucho más no pueden bajar). De ahí que racionalmente, muchos decidan no invertir y mantener la liquidez. En el caso de Japón, los tipos de interés en negativo no han conseguido hasta la fecha ni reactivar el crecimiento ni hacer subir la inflación.

Figura 25. Evolución del ahorro de particulares y compañías



Fuente: OCDE, Moody's Investors Service, compañías, The Wall Street Journal

Por otro lado, los tipos de interés negativos reducen la rentabilidad de los bancos y aseguradoras, ya de por sí deprimidas como consecuencia de la crisis. La baja rentabilidad de los bancos en ciertas condiciones les quita incentivos a prestar dinero, que es justamente lo que se pretende con la política monetaria no ortodoxa. Además, la baja rentabilidad también se traduce en que los bancos cotizan a unos múltiplos bursátiles extremadamente bajos, lo que hace muy difícil que puedan ampliar capital en el caso de una nueva crisis. De este modo, el ROE (rentabilidad de los recursos propios, medida como beneficio neto sobre los mismos) de la banca (en torno al 5%) se sitúa en general claramente por debajo del coste de capital (cercano al 10%). Y el ratio de cotización bursátil sobre el valor contable, por ende, está en muchos casos nítidamente por debajo de una vez (simplificando, un ratio de valoración justo de una entidad bancaria resultaría de multiplicar sus recursos propios por una fracción, que tendría como numerador el ROE y como denominador el coste de capital).

Así, se da la paradoja de que tras la crisis los reguladores forzaron a los bancos a aumentar masivamente los colchones de capital (medida entendible), pero las consecuencias son que al deprimir la rentabilidad de dicho capital se les imposibilita para ampliar más capital (o les fuerza a asumir mayores riesgos para mejorar la rentabilidad de sus fondos propios, lo que puede ser peor) y dicha dificultad pone en juego al resto de acreedores bancarios en el caso de una nueva crisis financiera.

Recientemente, el economista del BCE Peter Praet, señaló la preocupación que podían generar las fuertes caídas bursátiles de la banca europea, debido a la correlación existente históricamente entre su capitalización de mercado y el crecimiento del crédito. Dado que uno de los principales motivos de las mencionadas caídas bursátiles son las distorsiones que pueden provocar en la rentabilidad bancaria los tipos de interés negativos, estaríamos ante un potencial efecto pernicioso clarísimo de los mismos en la economía real (al poder provocar indirectamente menores crecimientos de crédito).

Adicionalmente, la expansión cuantitativa, al desplazar el ahorro hacia el crédito empresarial, hace reducir sus tipos de interés, algo que es benigno en el sentido de que muchas empresas se favorecen de tipos de interés y diferenciales históricamente bajos. Este entorno también favorece a las PYMEs. Sin embargo, salvo excepciones, se observa cómo las empresas no están reaccionando a esta bonanza de liquidez ultrabarata subiendo su volumen de inversiones sensiblemente, y sin embargo los diferenciales tan bajos dañan aún más la rentabilidad de la banca, lo que acrecienta la incertidumbre sobre la sostenibilidad futura del sistema bancario, clave en nuestra economía.

Por último, cabe destacar que se está estableciendo en numerosos agentes económicos la idea de que otro efecto nocivo de las políticas monetarias no convencionales está siendo el aumento de las desigualdades económicas, posiblemente generando el germen del auge de populismos que se están produciendo en muchos lugares. La tesis sería que las subidas de activos financieros, consecuencia de la reducción de tipos, afecta más positivamente a aquellos que detentan un mayor patrimonio financiero. Sin embargo, tanto Mario Draghi (Presidente del BCE) como un reciente estudio del Bundesbank argumentan que también ha beneficiado a otras clases sociales, por cuanto el desempleo sería superior sin las políticas monetarias no ortodoxas. Consideran que mientras los aumentos de patrimonio financiero son más rápidos y visibles, las mejoras impregnadas en la economía en general se manifiestan más lentamente, en forma de paulatino mayor consumo, empleo e inversión (frente al escenario alternativo de no haber ejecutado las agresivas políticas monetarias no convencionales). Por otro lado, se percibe un mayor ataque de diferentes políticos a la política monetaria, lo que también disminuirá el margen de actuación de esta última.

El relevo de la política monetaria por la fiscal puede aumentar la oferta de bonos soberanos

"El debate entre austeridad y crecimiento ha terminado". "Hoy en día el consenso en el G 20 se centra en el crecimiento".

Jack Lew, secretario del Tesoro de los EEUU, Septiembre 2016.

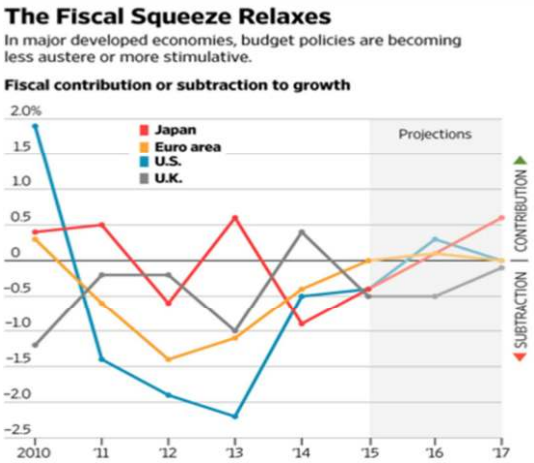
"La política monetaria todavía funciona. Pero implica un riesgo creciente y por esta razón, probablemente no pueda utilizarse mucho más. Sin embargo, la política fiscal sí puede usarse".

Olivier Blanchard, antiguo Economista – Jefe del FMI.

¿Qué tienen en común Hillary Clinton y Donald Trump?

Ambos defienden emplear la política fiscal para aumentar el gasto público en infraestructuras. Este hecho nos permite vislumbrar hacia dónde camina el mundo. Ante una menor dependencia de la política monetaria, poco a poco las grandes naciones escorarán hacia una mayor política fiscal (figura 26) con expansiones del gasto en infraestructuras financiadas con un mayor nivel de déficit, por lo tanto una mayor oferta de bonos gubernamentales. Este proceso debería contar, eso sí, con el "beneplácito" de los mercados (quizás más receptivos si el mayor gasto público es productivo). De otro modo, a medio plazo podría generarse una nueva espiral de subida de primas de riesgo de bonos soberanos y necesidad de nuevo "rescate" por parte de los bancos centrales (comprando bonos del gobierno).

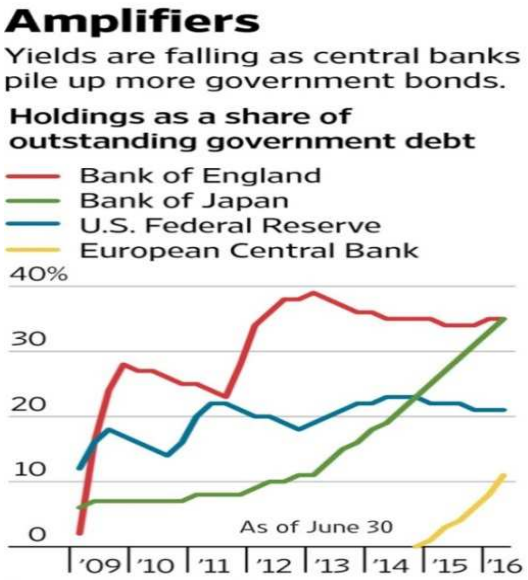
Figura 26. Evolución de la contribución fiscal al crecimiento



Fuente: J.P Morgan, The Wall Street Journal

Creemos que los bancos centrales han alcanzado sus límites en lo que a política monetaria respecta, acentuado por el hecho de que técnicamente quedan pocos bonos que puedan comprar. Casi un tercio de los bonos gubernamentales son ahora "propiedad" de los bancos centrales en Japón y Reino Unido (algo menos en el caso de EEUU y la zona euro; figura 27).

Figura 27. Evolución de la compra de bonos soberanos



Fuente: J.P Morgan Chase, The Wall Street Journal

En nuestra opinión, 2016 nos ha enseñado cómo la política monetaria por sí misma no es capaz de responder los enormes desafíos que afrontan muchas economías. Debido a la falta de apoyo de otras políticas (en especial las reformas estructurales), la política monetaria sola no es capaz de satisfacer las expectativas generadas. Es más, el crear dinero barato provoca el relajamiento del poder político y difiere el resto de reformas e incluso favorece los populismos, tanto por permitir déficits públicos superiores como por elevar las desigualdades "percibidas" al generar subidas de activos financieros, generalmente en manos de los ciudadanos con mayor riqueza. Por lo tanto, si no se consiguen los objetivos esperados, pero sí hace incurrir a los países en un enorme riesgo de inestabilidad financiera, de inflación e incluso inestabilidad política (auge de populismos espoleados por la percepción de que incrementar fuertemente déficits públicos no tendrá efectos negativos en las primas de riesgo por la intervención permanente de los bancos centrales), cabe preguntarse si nos encontramos ante un punto de inflexión en lo que respecta al uso de política monetaria.

Creemos que la respuesta es un rotundo sí.

Ante un contexto de enormes riesgos y tipos de interés tan bajos, se abre la vía a que la política fiscal se expanda para coger el testigo de impulsar el crecimiento (aunque también genere incertidumbres).

Si la demanda de bonos del gobierno se reduce como consecuencia de un progresivo cambio en la política monetaria, y por otro la oferta sube, como consecuencia de una política fiscal más expansiva, el precio de los bonos del gobierno caerá, y al caer puede que se generen consecuencias formidables.

Conclusión: se agota el margen de la política monetaria, lo que puede acelerar el estallido de la burbuja

Como hemos visto, el paso de utilizar menos la política monetaria y más la fiscal implicará menor demanda de bonos y mayor oferta, lo que hará caer su precio. No será un fenómeno nuevo. Durante la segunda guerra mundial la FED se comprometió a comprar masivamente bonos de los EEUU, asegurando un tipo de interés no superior al 2,5%, para así financiar el esfuerzo de guerra. Al acabar ésta en 1945, la inflación resultante golpeó, con una subida de un 34% en tres años… Hoy en día el bono norteamericano se sitúa a un tipo inferior al 2% ... queda por ver cuáles serán las consecuencias, ya que la inflación puede sorprender a muchos (el IPC de los EEUU pasó del 1,5% en 1965 al 6% en 1970 y al 13,5% en 1980).

La política monetaria consiste en alterar el precio del dinero para "robar" demanda del futuro y traerla al presente. En ocasiones este ejercicio funciona, pero su uso indiscriminado deja de producir resultados, como estamos observando los últimos años. El motivo no es otro que la enorme incertidumbre generada entre ciudadanos y empresas, que no responden a este entorno con mayor demanda. La incertidumbre podrá estar relacionada con la duda sobre la demanda futura, sobre la regulación, los impuestos… pero también con la que genera propiamente una política monetaria tan poco ortodoxa.

La política monetaria también busca abaratar la divisa de un país mediante una política expansiva, y así "robar" demanda de otros países vía exportaciones. Esto funciona si sólo un banco realiza esta política. Si todos la realizan a la vez es imposible robar demanda, ya que no comerciamos con Marte. Si los bancos centrales imprimen dinero y uno no lo hace, como la FED en 2015-2016, entonces la presión recae sobre el dólar, que sube con fuerza, lo que puede provocar una recesión en los EEUU (al hundirse sus exportaciones), que pronto haría sentir sus efectos en la economía mundial o bien la incapacidad de muchas compañías emergentes para pagar su deuda en dólares. Es una encrucijada que muestra de nuevo los límites de la política monetaria.

Una buena prueba de que se esté llegando al límite en política monetaria, podrían ser los últimos mensajes "interpretados" por una buena parte del mercado financiero respecto a los movimientos más recientes del BCE y el Banco de Japón.

El Presidente del primero, Mario Draghi, declaró en septiembre pasado que la extensión del programa de compra de activos, más allá de marzo de 2017, no se discutió en el Consejo de Gobierno. Este hecho levantó suspicacias en los mercados respecto a que el BCE podría estar empezando a cuestionarse la efectividad real de estas políticas. Un rumor acerca de la posible elaboración de un informe interno en el que también se cuestionaba la efectividad de la política monetaria del BCE, volvía a generar nerviosismo en el mercado (aunque fuentes del Banco negaron luego su existencia). En cualquier caso, son pruebas de la inquietud que generan simplemente los debates referentes a posibles levantamientos de las políticas no convencionales.

Respecto al Banco de Japón, la última medida referente a fijar un objetivo de tipos en el bono a 10 años (0%), todavía no ha sido nítidamente interpretada por el mercado, aunque una parte del mismo considera que, al no modificar el tipo de interés a corto plazo (negativo), significaría que pretenden asegurarse una curva positiva, es decir, que los tipos de largo plazo sean superiores a los de corto. El objetivo declarado sería facilitar a las entidades financieras la mejora de su rentabilidad (sus plazos de financiación suelen ser inferiores a los de inversión). Sin embargo, también es una declaración de intenciones de que no permitirá tipos de interés negativos en instrumentos de largo plazo (y por ello algunos consideran que podría interpretarse como un primer paso de una posible política futura de levantamiento de las políticas no convencionales).

Por otro lado, el Banco de Inglaterra, a pesar de haber iniciado recientemente un proceso de compras de activos financieros (para mitigar el riesgo post-Brexit), quizás tenga que reformular su política por la combinación de una economía que ha respondido mejor de lo esperado, una fuerte depreciación de la libra (con los riesgos consiguientes de inflación) y las perspectivas de una posible relajación de la política fiscal (por un potencial mayor apoyo a la misma por parte de Theresa May).

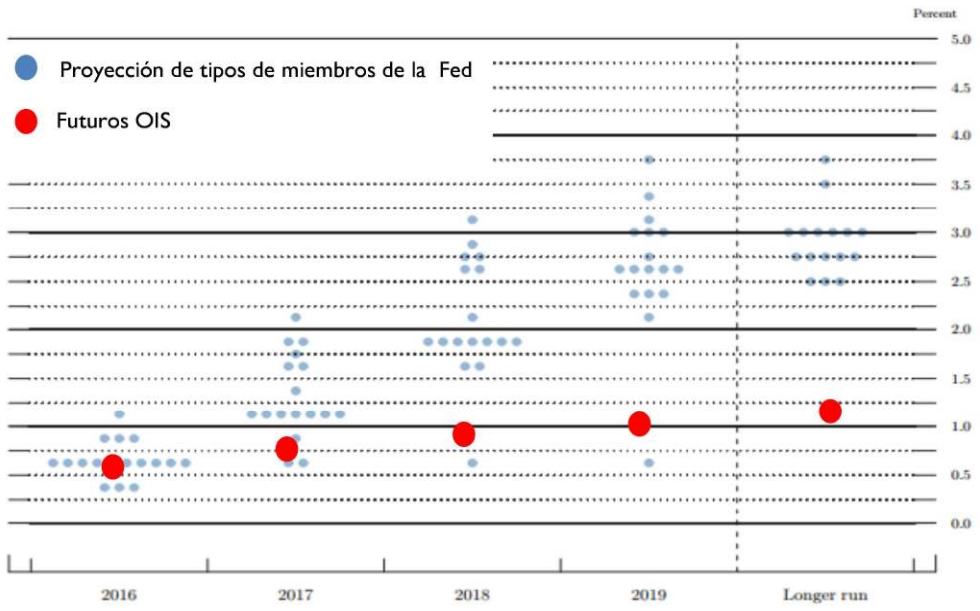
En general, los próximos meses se debatirá el *tapering*, o reducción del volumen de compras de bonos por parte de los bancos centrales, y en los próximos años se debatirá el tamaño de los balances de los bancos centrales. Estos debates son altamente peligrosos para la valoración de muchos activos.

3. Si estalla la burbuja financiera, las consecuencias serán sistémicas

Los tipos de interés subirán, y harán corregir los bonos soberanos

¿Está el mercado preparado para un escenario en el que los tipos suban más rápidamente? Creemos que no. Así, los miembros de la FED que votan sobre los tipos de interés (en un comité llamado FOMC[5]), hacen públicas sus visiones sobre los tipos a futuro (figura 28).

Figura 28. Expectativas de los tipos de interés: FOMC vs. mercado



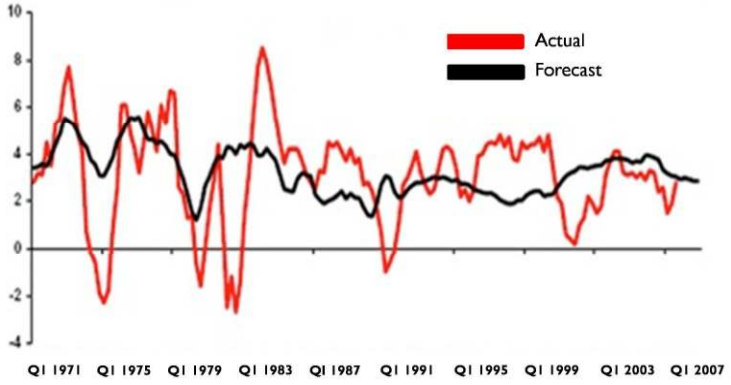
Fuente: Reserva Federal y Bloomberg

Como se observa en la gráfica, existe una enorme dispersión entre los votos, algo lógico cuando hemos entrado en una maraña tan inexplorada en política monetaria. Con todo, el mercado a su vez presenta una expectativa muy inferior (puntos rojos) a la que presenta la FED. Muchas veces el mercado es eficiente, pero también en bastantes ocasiones se deja orientar por la psicología financiera, provocando que los inversores actúen "en manada". Nuestra impresión es que si alguna de las predicciones que se manifiestan en este informe se materializan, podríamos observar un movimiento en manada de los triángulos rojos hacia los puntos azules, y un movimiento así podría provocar una enorme tormenta en los mercados, y quizás un riesgo de recesión (por una corrección fuerte inicial de los bonos soberanos, que posteriormente se contagiaría a multitud de activos, cuya valoración se basa en aplicar primas al tipo del activo "libre de riesgo").

Es destacable al respecto el hecho de que el consenso de analistas macro nunca haya predicho una recesión correctamente en EEUU (figura 29). Este hecho nos hace pensar que la comunidad de analistas, en general, no será capaz de detectar a tiempo una posible tormenta financiera generada por una subida abrupta de los tipos de interés.

[5] FOMC, *Federal Open Market Committee*. Es el Comité Federal del Mercado Abierto, el órgano que fija la política monetaria de la FED. Está compuesto por siete miembros del Consejo de la misma, y cinco presidentes de distintos bancos regionales pertenecientes a la FED.

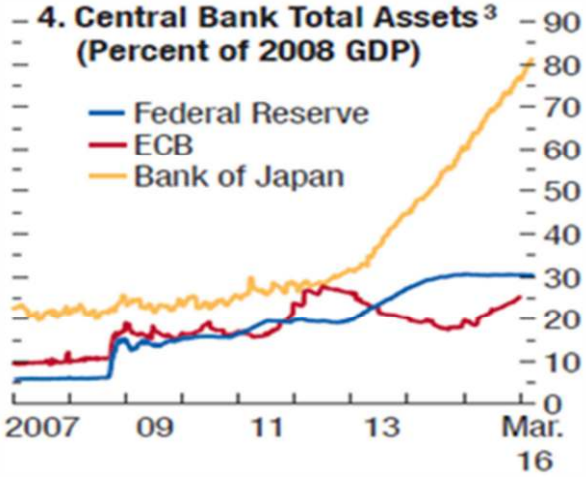
Figura 29. Evolución del crecimiento anual (%) del PIB EEUU y estimación del consenso de analistas



Fuente: Mauldin, *Code Red (página 138[6])*

Además, cabe preguntarse sobre el efecto que tendrá en la economía y la inflación, no ya la mayor impresión de dinero, sino el hecho de que los bancos centrales mantengan estos enormes balances en el futuro (figura 30).

Figura 30. Balance de bancos centrales sobre PIB



Fuente: BIS, Septiembre 2016

Si una pequeña fracción de estas reservas creadas en la banca comercial comienza a circular por la economía entonces el riesgo de inflación se disparará (y por ende, también lo harán los tipos de interés, derrumbando las cotizaciones de los bonos soberanos). Los bancos centrales intentarían amortiguar este efecto retribuyendo a las reservas, pero políticamente esto resultaría complicado. ¿Cómo explicar a la gente que los bancos centrales pagan dinero a los bancos comerciales para que no presten el dinero a ciudadanos y empresas? En cualquier caso, estos enormes balances generan un consecuente riesgo de inflación de consumo aparte del evidente riesgo de inflación de activos que durará muchos años. La pregunta es si estamos reflejando correctamente en los tipos de interés este enorme riesgo, que dependerá de la velocidad del dinero. Así, el inusitado precio de muchos inmuebles refleja el que los actuales tipos bajos son estáticos (no subirán), cuando sabemos que son dinámicos. ¿Qué pérdidas se generarán cuando suban los tipos? A su vez, muchas Bolsas cotizan a un ratio PER superior a la media histórica, y muy superior si se utilizan múltiplos ajustados por márgenes medios (CAPE). En general la pregunta es: ¿tiene sentido seguir valorando los activos descontando sus flujos a partir de una tasa de descuento denominada "libre de riesgo" cuando es infinitamente arriesgada?

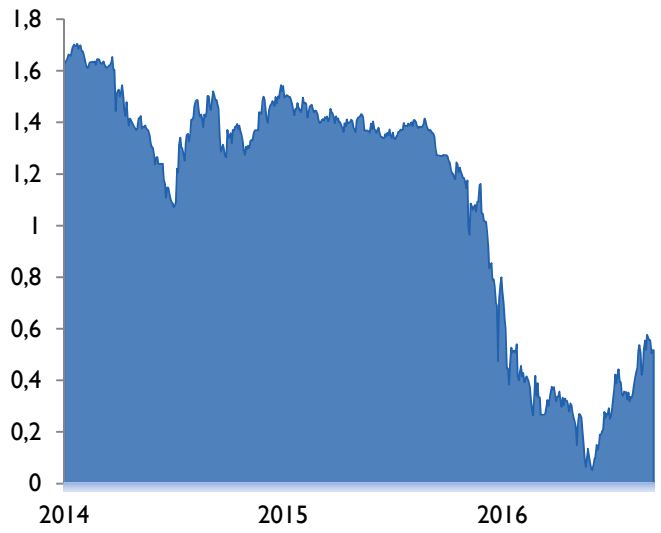
[6] Libro *Code Red*, (página 138). Autores John Mauldin y Jonathan Tepper.

Los mercados podrían terminar revaluando en cualquier momento los bonos soberanos aplicando los riesgos mencionados, lo que elevaría sensiblemente la rentabilidad exigida a los mismos, derrumbando su cotización, y trasladando dicha caída al resto de activos en actual situación de burbuja.

La corrección en bonos soberanos puede haber comenzado

Posiblemente los bancos centrales no tuvieron otra alternativa al actuar como lo hicieron durante la Gran Recesión. Sin embargo, a finales de 2016 existe un fuerte debate sobre la conveniencia de sostener esta política ultra-expansiva. ¿Son los beneficios observados superiores a los riesgos generados? El debate se ha abierto, no sólo en un banco central, sino en varios. El debate alimenta el miedo, y el miedo está comenzando a hacer corregir a los bonos (figura 31).

Figura 31. Evolución de la rentabilidad del bono soberano japonés a 30 años



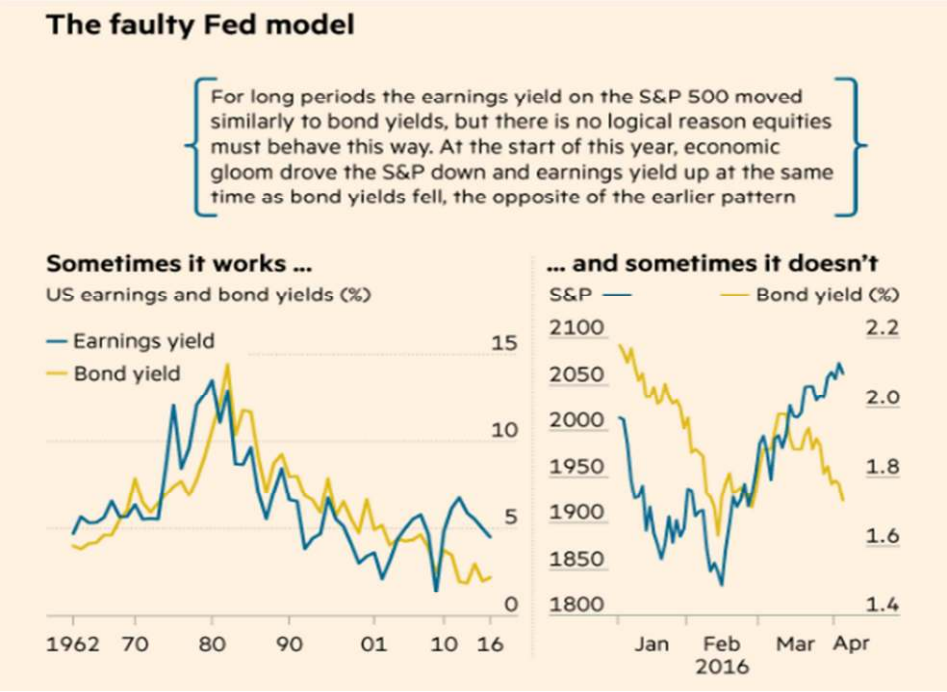
Fuente: The Wall Street Journal

Si la corrección de las Bolsas en 2001 provocó una recesión económica, y la de la vivienda en 2007 una crisis bancaria y una gran recesión, cabe preguntarse cuáles serán las consecuencias de una corrección de la enorme burbuja generada en los bonos gubernamentales.

La alta correlación entre bonos y el resto de activos puede hacer caer a muchos activos a la vez

Históricamente, ha habido muchos periodos de tiempo en los que renta fija y variable se han movido en paralelo (figura 32). A pesar de que al inicio del último año esta correlación se rompió, creemos que, en caso de plasmarse los riesgos crecientes de explosión de burbujas, volverán a mostrar una caída paralela.

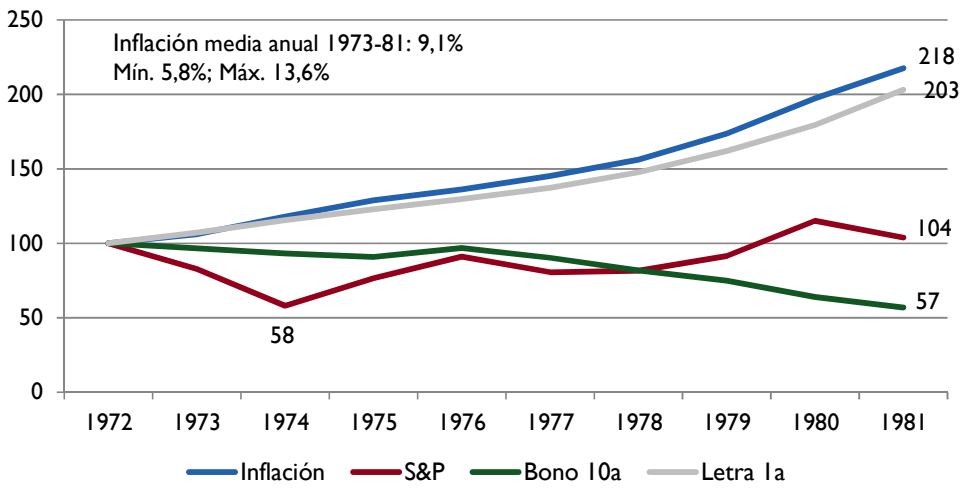
Figura 32. Evolución de la rentabilidad de la Bolsa vs. rentabilidad de los bonos y Evolución del S&P vs. rentabilidad de los bonos



Fuente: The Wall Street Journal (Thomson Reuters Datastream)

Como mera referencia, en el último periodo caracterizado por elevadas inflaciones y tipos de interés en EEUU (1973-81), tanto los bonos a largo plazo como la renta variable experimentaron fuertes caídas en términos reales (como muestra la figura 33, sólo la liquidez, en forma de Letras a un año, pudo acercarse al final del periodo en rentabilidad a la inflación acumulada).

Figura 33. Rentabilidad acumulada de activos EEUU vs. inflación (1972 base 100)



Fuente: Bloomberg

Contagio posible del soberano al resto de activos y al sistema financiero

El bono a diez años es considerado el activo "libre de riesgo" por antonomasia y sin embargo, como hemos visto, es posiblemente uno de los activos con mayor riesgo en el mundo. Cualquier activo se valora descontando los flujos de caja que genera a una tasa de descuento equivalente al rendimiento del bono a diez años más un diferencial, mayor o menor en función del riesgo percibido en la generación de dichos flujos. Esto quiere decir que una corrección del bono a diez años puede presentar consecuencias sistémicas para el conjunto del mercado financiero, ya que si sube su rentabilidad, también lo harán las tasas de descuento, con lo que se reducirá el valor presente de muchos activos en el mundo. Este riesgo puede provocar una nueva crisis financiera de consecuencias imponderables, ya que la reducción del valor de los activos generará enormes pérdidas, se reconozcan contablemente o no.

Además, es destacable que la nueva normativa bancaria Basilea III penaliza especialmente el consumo de capital de las carteras de bonos corporativos de los bancos. Por ello han reducido sensiblemente las mismas, lo que ha redundado en una menor liquidez en los mercados de deuda corporativa. Este hecho puede profundizar la caída de precios en un potencial entorno de pánico vendedor (al no aparecer compradores de peso).

Aparte de por efecto de subida de la tasa de descuento, muchos bancos y aseguradoras también están expuestos a potenciales deterioros de sus recursos propios, al contar con elevados montantes de deuda pública en su activo (susceptible de derrumbarse en su cotización). Aunque es cierto que los bancos suelen contabilizar dichos activos a precios de adquisición (coste histórico), en la práctica el mercado cuestionaría la calidad de un balance y sus fondos propios si los bancos no reconocen la pérdida, lo que puede generar otra enorme crisis de confianza entre los mismos, algo que puede ser la génesis de una nueva crisis financiera. En términos económicos, se reconozca o no la pérdida, nos encontramos ante una situación equivalente a la de principios del siglo XIV: prestar dinero fuerte que es devuelto con dinero "débil" (inflactado, como veremos más adelante), lo que supone una pérdida, se reconozca o no.

Finalmente, una potencial pérdida de valor relevante de la deuda pública, afectaría también sensiblemente a la valoración de los activos de los propios bancos centrales, pudiendo reducir los "dividendos" que dichas instituciones aportan a sus "accionistas" (los gobiernos), y por ende afectando negativamente a los déficits públicos de los países (aunque en promedio dichos dividendos apenas suponen el 1% de los ingresos públicos).

Riesgos a esta visión

En este apartado enumeramos una serie de riesgos cuya plasmación reduciría las posibilidades de que tenga lugar a corto plazo el escenario de explosión de la burbuja de activos "libre de riesgo".

- Un año más, el mercado acierta y la FED sólo sube 25 puntos básicos los tipos de interés. Se mantiene vigente la teoría de algunos economistas, en virtud de la cual, los tipos de interés reales naturales (los que generan un equilibrio entre pleno empleo e inflación controlada) se mantendrán reducidos durante bastante tiempo (por factores tales como el envejecimiento poblacional, las desigualdades económicas, la menor productividad o el exceso de ahorro).
- Las expectativas de inflación a 5 años en EEUU y Europa continúan sin mostrar síntomas de aceleración (o incluso aumentan el ritmo de ralentización). Factores como el elevado endeudamiento de las economías (que no se ha reducido durante la crisis, agregando la deuda pública y privada) lastrará las expectativas generales de crecimiento e inflación.
- EEUU, finalmente, entra en recesión y la FED no modifica los tipos de interés.
- La inflación continúa en niveles cercanos al 0% tanto en Europa como en Japón.
- La velocidad del dinero continúa reduciéndose, de manera que los aumentos de la base monetaria no se traducen en una mayor inflación.
- Los bancos centrales continúan aumentando su balance, manteniendo su política de adquisiciones de activos (Inglaterra, BCE, Japón) y minusvalorando los riesgos asociados a la potencial inestabilidad financiera generada.
- Estalla una crisis en algún banco sistémico, especialmente en Europa (ante las dificultades que están teniendo algunas entidades relevantes como Unicredit en Italia o Deutsche Bank en Alemania).

Conclusión: podría estar acercándose una crisis

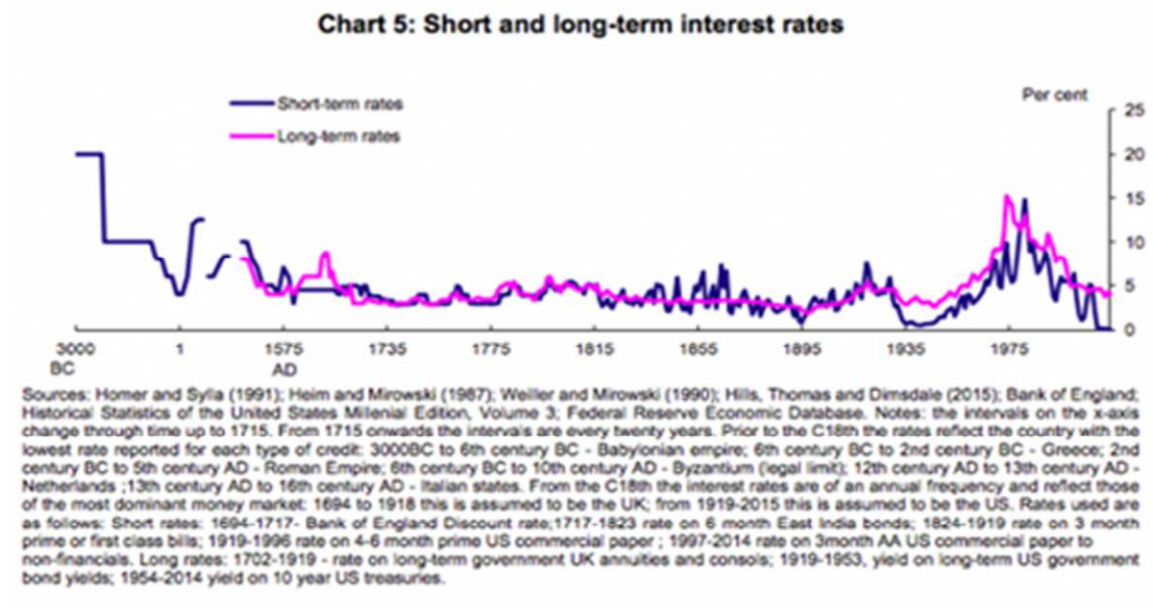
Decía Adam Smith que cualquier activo puede presentar dos precios, uno financiero y uno económico. Este último es el reflejo del valor fundamental de dicho activo. El precio financiero está asociado a desequilibrios entre oferta y demanda. En ocasiones, movimientos bruscos entre oferta y demanda pueden hacer que el precio financiero diverja mucho del precio económico, pero a la larga, nos avisa el gran economista escocés, ambos convergen hacia el económico.

Este informe ha expuesto cómo la intervención masiva de los bancos centrales ha provocado una disensión entre el precio financiero y el precio económico en el activo por antonomasia: el bono soberano. Si Adam Smith tiene razón, y según la lógica empleada en este informe, se gradúa el desequilibrio entre oferta y demanda, y por lo tanto el precio financiero converge hacia el económico, se pueden sentar las bases para una tormenta financiera.

Todo este informe se basa en una pregunta fundamental: ¿qué harán los tipos de interés? El proceso de subida ya ha comenzado. La rentabilidad de los bonos japoneses o alemanes ha marcado un punto de inflexión en Septiembre de 2016 y comienza a subir. A lo largo de estas páginas hemos proporcionado evidencias que fundamentan nuestra opinión. En cualquier caso, muchas veces la Historia nos enseña que las cosas revierten a su media, como no podría ser de otra forma. A este respecto, basta con contemplar la figura 34, que muestra los tipos de interés de los últimos 5.000 años (desde la época de Babilonia), para entender el estremecedor futuro que nos espera: los tipos subirán, el precio de los activos bajará, y se generará una crisis financiera. Los bancos centrales intentarán que el proceso sea gradual, y quizás sea el escenario base. Lo inquietante es que el riesgo de que el proceso sea violento y no gradual es cada vez mayor.

Cuando suban los tipos de interés bajarán los precios de los activos. La Historia nos enseña que hay más aterrizajes forzosos que suaves, y que las burbujas estallan, no se deshinchan.

Figura 34. Evolución de los tipos de interés a corto y a largo plazo durante 5.000 años.



AVISO LEGAL

El presente documento es estrictamente confidencial y las opiniones expresadas en el mismo reflejan la opinión personal del autor en relación a los temas analizados. El autor no ha recibido ni recibirá ninguna compensación, comisión o remuneración de ningún tipo por proporcionar una recomendación u opinión específica en el presente documento.

El presente documento ha sido preparado por Arcano Valores AV, S.A.U. ("**Arcano Valores**"). Arcano Valores es una empresa de servicios de inversión, debidamente constituida conforme a la legislación española, regulada y registrada bajo el número 243 en el Registro Administrativo de Agencias de Valores de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). El presente documento tiene carácter divulgativo y no constituye una oferta, garantía, invitación o solicitud para adquirir, invertir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni puede servir de base para la elaboración o suscripción de ningún contrato, acuerdo, compromiso o decisión de ningún tipo. En consecuencia, el receptor del presente documento debe tomar sus propias decisiones de manera independiente sin basarse en el contenido de este documento y en su caso, solicitar y obtener asesoramiento profesional independiente. Arcano Valores no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, daño o perjuicio, directo o indirecto, que pudiera resultar o estar relacionado con el uso de este documento o de su contenido.

El presente documento contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes de fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de modificación independiente por Arcano Valores. Arcano Valores, por tanto, no ofrece garantía expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad, exactitud, exhaustividad o veracidad.

El presente documento se dirige exclusivamente a inversores profesionales, de conformidad con la definición que a tal efecto se establece en la Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo 2004/39/CE, relativa a los mercados de instrumentos financieros, y en el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. Por tanto, su uso por inversores minoristas queda expresamente prohibido.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o fluctuaciones del mercado. Arcano Valores no asume obligación ni compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

Arcano Valores cumple con su normativa interna de conducta, la cual regula, entre otras cuestiones, procedimientos para evitar conflictos de interés con respecto a recomendaciones. En aplicación de dichos procedimientos el departamento de *Research* se configura como un área separada, se constituyen las conocidas como "murallas chinas", y se incluye la posibilidad de establecer restricciones específicas en actividades de análisis en determinadas circunstancias.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida la reproducción, transformación, distribución, modificación, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por escrito por Arcano Valores.

Este documento ha sido elaborado por:

Arcano Valores AV, S.A.U.

López de Hoyos, 42

28006 Madrid

+34 91 353 21 40

www.arcanogroup.com