El BCE y la FED vuelven a centrar la atención

Los Bancos Centrales de las economías desarrolladas vuelven a protagonizar el fin de año con su divergencia de políticas monetarias. El BCE incrementa su programa de compras que, aunque reduce en cantidad, prolonga tres meses más de lo esperado. El cambio de las condiciones de compra ha llevado a un repunte de la pendiente de las curvas soberanas en el área euro, lo que esperamos se mantenga en el corto plazo. Por su parte, la Reserva Federal, después de un año, ha vuelto a subir tipos. Si bien se espera que la senda de incrementos sea paulatina, la Fed estará pendiente de los datos que se conozcan de EEUU al hilo de las nuevas medidas que tome Trump a su llegada al poder.

Nereida González

Las decisiones del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) de diciembre sorprendieron al mercado, que en gran medida esperaba un alargamiento del programa de compra de activos (APP) hasta septiembre de 2017, manteniendo el ritmo actual de 80.000 millones de euros mensuales y con las modificaciones técnicas mínimas necesarias (límites de compra por emisor e ISIN, *International Securities Identification Number*) para poder implementarlo.

El BCE ha decidido ampliar el APP hasta diciembre de 2017, aunque reduciendo el ritmo de compras a 60.000 millones de euros al mes a partir de abril. En todo caso, la máxima autoridad monetaria señalaba que el programa se prolongará más allá de 2017 si lo considera necesario, e incluso si las condiciones financieras son menos favorables y la senda de inflación no se dirige hacia el nivel objetivo del BCE, se podría incrementar el programa en términos de tamaño y/o duración.

Esta decisión, que implica ausencia de cambios en el *forward guidance* de tipos del BCE, debe verse en el contexto de ausencia de cambios significativos en las proyecciones de crecimiento e inflación para el área euro hasta 2019, y en la percepción de un mantenimiento del balance de riesgos a la baja.

[iStock]/Thinkstock.

• El crecimiento del PIB apenas se eleva una décima en 2017 –hasta el 1,7% interanual– respecto a las previsiones de septiembre, esperándose una muy ligera desaceleración en 2018 y 2019, hasta el 1,6%.

• Las previsiones de inflación se elevan una décima –hasta el 1,3% interanual– en 2017, explicado por el efecto base del movimiento al alza de

los precios del petróleo; sin embargo, se reduce una décima –al 1,5% desde el 1,6%– la previsión para 2018. El nuevo dato conocido referente a 2019 apunta a que la inflación continuaría por debajo del objetivo del BCE, al situarse en el 1,7%.

Este último dato es relevante, pues refleja que, a pesar de que el BCE incide en la eficacia de las medidas que viene adoptando desde el inicio de las políticas monetarias no convencionales, el Consejo de Gobierno continúa sin observar una normalización de la inflación a medio plazo que justifique adoptar cambios en su *forward guidance*.

Adicionalmente, y con el objetivo de disponer de mayor flexibilidad y solventar en cierta medida la escasez de activos elegibles, el BCE introducía cambios en el PSPP (*Public Sector Purchase Programme*):

• Reducción del vencimiento mínimo a un año. Hasta ahora, el BCE podía comprar deuda pública con un vencimiento que se situase en el rango 2-30 años, pero en la reunión de diciembre ha decidido incorporar a su universo elegible la deuda con vencimiento superior a un año.

• Eliminación del límite de compras al tipo de la Facilidad Marginal de Depósito (-0,4%), opción que el BCE utilizará en la medida que sea necesario para la correcta implementación del programa.

Esta segunda medida supone incrementar el universo de deuda pública elegible en un 20% respecto a los niveles actuales, y el impacto inmediato será un apuntamiento de pendientes mayor de la curva de deuda alemana, sobre todo.

La mayor flexibilidad que introduce el BCE sobre su programa de compras y la reducción del volumen medio mensual de compras es negativa para los diferenciales *core*-periferia. En el fondo, hay menor presión compradora en aquellos países en los que la emisión neta de deuda es aún más relevante (relativa y absoluta). El movimiento de mercado de hoy iba en este sentido: la deuda española a 10 años ampliaba 4 puntos básicos (pb) su *spread* frente a la deuda alemana, mientras que la italiana y la portuguesa lo hacían 7 pb y 19 pb, respectivamente.

La Reserva Federal sube tipos en EEUU por segunda vez en diez años

El FOMC votó en diciembre por unanimidad la subida de los *Fed Funds* hasta el rango 0,50%-0,75% y elevó de forma moderada sus proyecciones de senda de evolución de tipos de interés para 2017-2019, devolviendo dicha senda a niveles cercanos a los del pasado mes de junio.

No hay cambios, sin embargo, en el nivel de llegada a largo plazo, que permanece anclado en el 3%. Se trata, por tanto, de una aceleración del ritmo de subidas hacia un mismo punto focal o nivel de llegada a medio y largo plazo.

El mensaje del *statement* y posteriormente de Janet Yellen justifica la subida de tipos realizada hoy: la economía mantiene una senda de crecimiento robusto, con un mercado laboral cercano a plena capacidad y una inflación que avanza en línea con lo esperado. La Fed reconoce explícitamente que las expectativas de inflación se han elevado considerablemente desde el último FOMC celebrado el 2 de noviembre.

La revisión de la senda de subidas de tipos esperada por los miembros del FOMC se apoya en una revisión de proyecciones de crecimiento e inflación que, siendo muy modesta, sí que refleja cierto potencial «riesgo de cola» al alza en precios por encima del objetivo de la Fed en 2018-19: en efecto, el límite superior del rango esperado para el deflactor del consumo privado subyacente, o *core* PCE, se amplía hasta el 2,2% frente al anterior 2,0%.

Esta percepción de «riesgos de cola» se une al hecho de que, según comentaba Yellen en la comparecencia de prensa posterior a la decisión del FOMC, varios miembros del organismo estarían in-

corporando ya expectativas de un mayor estímulo fiscal en sus proyecciones. Aunque Yellen ha declarado que es aún pronto para incorporarlo en su mensaje, demasiadas incertidumbres persisten: parece evidente que en el seno del FOMC comienza a «cotizar» la posibilidad de un mayor recalentamiento económico a partir de 2018.

Ante esta divergencia de política monetaria entre los dos principales bancos de economías desarrolladas, el dólar se apreciaba frente al euro hasta cotizar en el entorno del 1,04 USD/EUR, lo que es lógico dado el repunte de expectativas de tipos en EEUU.

Mercados financieros

Tras las elecciones en EEUU y la victoria de Trump, se ha materializado uno de los factores de más riesgo. Sin embargo, la reacción del mercado no ha sido la esperada. El mercado ha puesto en precio las consecuencias del estímulo fiscal anunciado y parece haber dado menor importancia a los anuncios de medidas proteccionistas y el impacto en el comercio a nivel mundial que estos podrían tener.

Los datos macroeconómicos publicados en noviembre de Europa y EEUU siguen aportando señales de aceleración. En el bloque emergente, los indicadores siguen apuntando a una desaceleración controlada en China y a una mejora en Brasil. Asimismo, se ha producido un repunte de las materias primas ante el acuerdo de recorte de la producción de los países de la OPEP.

En consecuencia, mantenemos el perfil de riesgo de nuestra cartera recomendada.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	31-dic-16	30-nov-16	BMK	AFI vs BMK
Liquidez	11	11	5	6
Monetarios USD	0	0	0	0
Monetarios GBP	0	2	0	0
Mdo. Monetario	**11**	**13**	**5**	**6**
DP Corto EUR	0	0	30	-30
DP Largo EUR	4	4	15	-11
DP USD	10	10	0	10
RF Investment Grade	7	5	10	-3
RF High Yield	7	7	5	2
RF Emergente	6	6	0	6
RF Convertible	7	7	0	7
Renta fija	**41**	**39**	**60**	**-19**
RV EUR	22	22	12	10
RV EEUU	14	14	12	2
RV Japón	3	3	3	0
RV Emergente	3	3	3	0
Renta variable	**42**	**42**	**30**	**12**
Gestión Alternativa	4	4	0	4
Materias Primas	2	2	0	2
Gestión alternativa	**6**	**6**	**5**	**1**

Fuente: *Afi*.

Deshacemos la posición en GBP aprovechando la reciente apreciación. A pesar de seguir pensando que por fundamentales todavía hay valor en esta posición, la volatilidad en la cotización está siendo elevada por las noticias que se van publicando sobre las negociaciones en relación al «Brexit». Desde un punto de vista de la gestión de carteras preferimos asumir volatilidad en otros activos con una mayor visibilidad en el corto plazo. Más aún, cuando nuestro *asset allocation* se encuentra en niveles de volatilidad superiores a los del *benchmark*.

Aumentamos el peso de la renta fija grado de inversión (del 5% frente a 7%) ante las oportunidades que han surgido en el último mes, con expectativa de ir aumentando esta posición en los próximos meses ::