

## La amenaza de los tipos de interés negativos

■ Manuel Tortajada

A lo largo del mes se han ido ampliando, en la zona euro, las emisiones de bonos con tipos de interés negativos. Al finalizar febrero, una cuarta parte de las emisiones de bonos soberanos en la zona euro, algo más de dos trillones de euros, se encuentran ya en negativo. Algunos expertos consideran que esta situación dibuja un escenario bastante "anormal" en términos financieros, pero que, a pesar de ello, se va generalizando, hasta el punto de que vemos también emisiones en el mercado primario que directamente se colocan con tipo negativo.

Esta semana, el Tesoro alemán subastó por primera vez en su historia bonos a 5 años con interés negativo, algo que ya habían hecho anteriormente, en plazos distintos, el Tesoro suizo y el danés, pero no hasta ahora un Tesoro de la zona euro. El jueves el bono alemán a 7 años entró en tipo de interés negativo por primera vez en su historia, marcando un hito más en la que, según algunos, es ya una clara burbuja de los bonos soberanos.

Asimismo, el bono alemán a diez años (bund) ha llegado a cotizar esta pasada semana a un tipo de interés del 0,29%, que es su mínimo histórico intradiario, un tipo de interés que hasta ahora



Banco de España FERNANDO MORENO

**“El impacto del programa del BCE está siendo muy superior al previsto y está generando un movimiento muy fuerte hacia tipos cero o negativos”**

solo habíamos visto en los bonos japoneses. El Tesoro español emitió el martes letras del Tesoro a tres meses a tipo cero, algo inimaginable hace tan solo unos meses, y a la vez que el bono español a 10 años ha llegado a marcar también un mínimo histórico intradiario del 1,248%,

quedando la prima de riesgo por debajo de los 100 puntos básicos.

El impacto del programa del BCE está siendo muy superior al que muchos imaginaban, incluso antes de empezar de forma efectiva, y está generando un movimiento muy fuerte hacia tipos cero o negativos. Los números indican que el BCE va a comprar más bonos que las emisiones netas de los Tesoros de la zona, y que por tanto habrá escasez de bonos soberanos. Pero, como decía recientemente Juan Carlos Ureta, de Renta4, “no deja de ser sorprendente la reacción del mercado de aceptar tipos negativos o casi cero de forma tan complaciente”. No en vano, los tipos negativos suponen entrar en un nuevo mundo, de consecuencias en cierto modo imprevisibles para la valoración de activos y para la inversión.

En opinión de los expertos, los tipos negativos solo se justifican si hay deflación, y la deflación es incompatible con un escenario de crecimiento económico. Además, hay que tener en cuenta lo que pueda suceder en Estados Unidos con los tipos de interés. No está claro que la Fed vaya a poder subir tipos con una cuarta parte de los bonos de la zona euro en tipos negativos. Si lo hiciera, el dólar subirá más, y ya esta última semana hemos visto al euro cotizar a 1,11 dólares, nivel que

ya está perjudicando a algunas empresas americanas como hemos visto en las cuentas del primer trimestre.

Es obvio que EE.UU. ha tolerado, hasta el momento, la guerra de divisas que ha favorecido al yen y al euro, pero puede haber límites a esa tolerancia. Las palabras de Janet Yellen el pasado miércoles en el Congreso americano indican que hay grandes reservas en varios miembros de la Fed a subir los tipos y podemos sospechar que la causa es la subida del dólar.

La disparidad de opiniones en el seno de la Fed aumenta las dudas sobre el calendario que llevará a cabo en su ajuste al alza

**“El FMI advierte de que la industria de gestión de fondos supervisa un total de 75 billones de dólares en activos, lo que excede el 100% del PIB mundial”**

de los tipos de interés. Pero la idea que corroboró el mercado, tras conocer esta semana las actas de la última reunión del Banco central de EE.UU., es que la subida será casi inminente. Varios miembros de la Reserva Federal han confirmado su predisposición a elevar tipos en la

reunión de junio. Septiembre es otra de las fechas favoritas, mientras que la opción de retrasar la subida a 2016 parece perder fuerza.

La fuerte subida del dólar, por otra parte, corre el riesgo de minar la confianza de las empresas en EEUU y provocar una ralentización del país, según Larry Fink, consejero delegado de BlackRock. La advertencia tiene como telón de fondo la revalorización del dólar un 25% frente a una cartera de divisas en los nueve meses transcurridos entre junio y marzo.

En este escenario, el FMI alerta del peligro que los gestores de fondos, incluso los más inofensivos y que en la jerga financiera se conocen como plain-vanilla funds, entran para el sistema financiero. El organismo que preside Lagarde recuerda que la industria de gestión de fondos y activos supervisa un total de 75 billones de dólares en activos, lo que excede el 100 por ciento del PIB mundial. En particular, el Fondo hace hincapié en los fondos de bonos, que han crecido de forma significativa y que últimamente invierten en activos mucho menos líquidos como deuda de mercados emergentes y bonos corporativos de alta rentabilidad, es decir, con un mayor riesgo de impago.

## Crónica mundana

### Irán y Cuba: Obama marca territorio

■ Manuel Espín

Si Obama se mantuvo durante largo tiempo como un presidente sin iniciativa, en el tramo final de su mandato ha dado lugar a un vuelco de su imagen inicial, tanto en la resolución de la crisis económica, con datos de claro crecimiento, al borde del pleno empleo técnico, como de la política exterior en capítulos tanto tiempo podridos como las relaciones con Cuba e Irán. Tanto una como otra van camino de abandonar la lista negra de las “potencias del mal”, en terminología de Bush. La foto de Obama con Raúl Castro rompe esquemas y representa la apertura de una etapa novedosa. Casi sigilosamente, sin luz ni publicidad, las delegaciones de los dos países, antes enemigos a muerte, han dado pasos acelerados en la normalización de relaciones. El bloqueo tuvo efectos imprevistos, consolidando al ala dura de la Revolución. Varias décadas más tarde de la llegada de Fidel al poder, de la invasión de la Bahía de Cochinos por la CIA, y de la política de Washington, que arrojó, como quien dice, a Cuba hacia los brazos de la URSS, aparece una nueva generación en el exilio con discursos distanciados de los de sus predecesores, de la misma manera que en la isla muchos jóvenes esperan la fluidez en las relaciones exteriores para pedir cambios y renovación. Obama tiene en contra a un importante sector de los republicanos; los acuerdos con Cuba pueden hacer perder votos a los demócratas –probablemente a Hillary Clinton como candidata– en Estados como Florida, pero tiene a favor ya a 200 importantes

empresas dispuestas a entrar con la mayor rapidez en el mercado cubano, desabastecido de productos. La reanudación del comercio directo, tanto como de los flujos humanos y los comerciales, es positiva tanto para Estados Unidos como para Cuba. La UE ya dio el paso adelante meses atrás en este impulso a unas nuevas relaciones, bajo el interés directo de Francia y Alemania por tener un mayor protagonismo en ese mercado. España, a pesar de resistirse al bloqueo –en tiempos de Franco o en la Transición mantuvo buenas relaciones comerciales con la isla–, ha perdido iniciativa, tanto en lo político como en lo comercial frente a otros países europeos, como le puede ocurrir ahora ante Estados Unidos. Un sector del PP, por razones puramente ideológicas, frente a la política que sostuvo Suárez en la UCD, ha tratado de poner continuas piedras a las relaciones con Cuba. De la misma manera que Obama en Panamá, se encuentra con una oposición venezolana que pide medidas de mayor dureza contra Maduro. Un presidente que cometería el más grave error: desaprovechar la nueva etapa que se abre en las relaciones Norte-Sur del continente repitiendo un discurso de otra época como el que caracteriza intervenciones para consumo interno.

Sin embargo, la campanada más importante de Obama y su apuesta más arriesgada es Irán. Washington no ha querido estar solo en las negociaciones para la limitación del programa nuclear de Teherán, sino que se ve acompañado por seis países de la UE. El principio del fin del bloqueo



Barack Obama y Raúl Castro, en el funeral por Nelson Mandela.

**“Frente a los republicanos, Netanyahu, el exilio cubano y la oposición venezolana, Obama marca una línea independiente en su política exterior diferente a la de cualquiera de sus predecesores”**

a Irán es recibido desde el país chiíta como el final de una etapa de conflicto abierto con Washington. La firma del acuerdo que permitirá la verificación por inspectores, y un control sobre el programa atómico que se pretende reconducir hacia fines pacíficos, separará a la República Islámica del viejo “Eje del Mal”. En teoría, son América del Norte y Europa los garantes de que se cumplan las condiciones del pacto. El acuerdo puede ser molesto para quienes no

se sienten identificados precisamente con un sistema que aún no ha sabido separar la religión del Estado, e incluso puede despertar críticas entre sectores de la opinión pública reacios a la energía nuclear, aunque sea con fines pacíficos, pero es una oportunidad para reconvertir a un antiguo enemigo en un aliado en momentos tan cruciales en Oriente Próximo, con la amenaza de la yihad y del Estado Islámico (EI). En teoría, el acuerdo debería impulsar el protagonismo de los sectores laicos dentro de la sociedad iraní. Es incomprensible desde cualquier lógica que se traten de argumentar supuestas razones para segregar a Teherán de la comunidad internacional -entre otras su carácter confesional- cuando aliados de Occidente como Arabia Saudí o los Emiratos son todavía más ortodoxos, sin que se establezca reparo alguno en hacer negocios con ellos. Con un nuevo papel de Irán en aceptables relaciones con la UE y Estados Unidos, como las que ya tiene con diversos Estados de América Latina, se crea un cortafuegos frente a la amenaza del llamado Califato Universal y el fundamentalismo de la otra facción religiosa musulmana, distante “a sangre y fuego” de la de Teherán.

Obama tendrá enfrente a un sector de los republicanos, tanto en el caso de Cuba como en el de Irán. Y su estrategia confirma las malas relaciones personales entre Obama y Netanyahu, verdadero martillo frente a los acuerdos con Teherán. Al primer ministro de Israel el discurso del miedo le funciona, como se ha demostrado en las últimas elecciones, y vuelve a tirar

de él, con el esperado hueco en la derecha del Partido Republicano. Netanyahu dice que el acuerdo con Irán, al que califica de “Estado terrorista más importante de nuestra era”, “allana su camino hacia la bomba atómica”. Si hace un mes, Netanyahu enfureció a la Casa Blanca y a los demócratas al aparecer en el Parlamento de Estados Unidos invitado exclusivamente por los republicanos para criticar duramente a Obama, ahora lo hace en una tournée por las cadenas de televisión para pronunciarse contra los acuerdos de Lausanne. Aunque es un absurdo pensar que Estados Unidos o la UE quisieran dejar a Israel abandonado a su propia suerte frente al ataque de un “enemigo externo” como Teherán. Obama, que sigue manteniendo las mismas relaciones privilegiadas con Israel de anteriores administraciones, apunta un cambio: la política en Oriente Próximo no puede hacerse según el guión elaborado por Tel-Aviv, como en otras épocas. Israel tiene derecho a no sentirse amenazado por nadie, pero a la vez debe resolver el problema palestino. No se puede ignorar a esa comunidad que ha ido ganando pasos en su visibilidad y reconocimiento internacional. Sólo con un gran acuerdo de paz en la zona, en el que EE UU y Europa aparezcan como garantes, se daría un paso hacia esa política de seguridad. Tampoco se puede ignorar que la amenaza del fundamentalismo más irredento no se canaliza sólo hacia Israel, sino que amenaza a las sociedades islámicas y a los Estados multiculturales. Ejemplos como la carnicería humana en Kenia, las masacres en Nigeria o el atentado en Túnez, demuestran la faz de un fanatismo que amenaza a todos.