

Deuda, la madre de todas las burbujas

■ Manuel Tortajada

El gestor de Janus Capital, **Bill Gross**, alertaba estos días de que la burbuja de la deuda explotará como una supernova. Razones no le faltan para el temor: rentabilidades globales en sus niveles más bajos en 500 años de historia y diez billones de dólares de bonos en tasas negativas. No es la primera vez que Gross advierte de los riesgos del escenario de tipos en negativo que han generado las políticas de los bancos centrales, que considera insostenibles. En su opinión, los bancos centrales están "confundiéndose y distorsionando" los mercados globales sin lograr los resultados esperados.

En esta situación ha recomendado en varias ocasiones a los inversores una actitud de cautela. En una nota escrita el pasado de junio auguraba que "los rendimientos serán bajos, los riesgos serán altos y en algún momento el inversor inteligente debe decidir que estamos en una nueva era con condiciones que demandan un enfoque diferente".

La crítica de Gross se suma al creciente coro de voces que alertan de los riesgos de la deriva de la política monetaria. Esta semana, el principal partido de la oposición de **Japón** urgió al banco central del país a abandonar la política de tipos en negativo, porque está extendiendo



El Brexit, detrás de la rentabilidad negativa del bund alemán.

"Las alertas del riesgo de una explosión de la burbuja no evitan, de momento, que continúen las compras en la renta fija. Prueba de ello es que el bono de referencia a nivel europeo, el bund alemán, ha entrado en tasas negativas"

el malestar entre ahorradores y pequeñas empresas. Y en Europa, el economista jefe de Deutsche acusaba al **BCE** de poner en riesgo el proyecto común.

De acuerdo con los cálculos de **Adam Mossakowski**, gestor de Insight Investment (boutique de

BNY Mellon IM), de los 26,4 billones de dólares que hay invertidos en deuda soberana en todo el mundo, 16,3 billones (aproximadamente el 62% del total) están en bonos que ofrecen rentabilidades inferiores al 1%. De ese volumen, 7,4 billones de dólares están en emisiones con una tir negativa, mientras que los 8,9 billones restantes ofrecen una rentabilidad de entre el 0% y el 1%. "Los planes de pensiones y las compañías de seguros no han hecho otra cosa que comprar bonos en un momento de tipos de interés ultra-bajos. Cuando estos empiecen a subir, no quiero ni pensar en sus efectos y el dolor que provocará", afirmaba el famoso inversor estadounidense **Jim Rogers** en el Amundi World Investment Fórum celebrado recientemente por Amundi en el Museo del Louvre de París.

En la renta fija corporativa ocurre lo mismo. Las tires están en zona de mínimos históricos. Se ha alcanzado un record del 2% del índice de renta fija privada de la zona euro que cotiza ahora en terreno negativo y es probable que este dato aumente aún más a medida que las compras del BCE se vayan incrementando en los próximos meses.

A pesar de ello, las alertas del riesgo de una explosión de la burbuja no evitan, de momento, que continúen las compras en la renta fija. Prueba de ello es que el bono de referencia a nivel

europeo, el **bund** alemán, ha entrado en tasas negativas.

La incesante búsqueda de refugio cobra dimensiones aún más insólitas en las deudas de otros dos países. En **Japón** y en **Suiza** las tasas negativas de interés no sólo alcanzan a sus bonos a diez años. También se extienden a plazos aún más largos.

Así, la rentabilidad de la deuda a 15 años de **Japón** ha entrado, por primera vez en la serie histórica, en tasas negativas. Su interés se desinfla hasta el -0,04%. Sus bonos a diez años registran

-0,07%. Incluso la deuda a 30 años cotiza ya con 'tipos cero', de apenas el 0,07%.

Si se busca a un culpable del rendimiento negativo de los bonos alemanes, el responsable seguramente sea el referéndum de **Reino Unido** sobre su pertenencia a la UE, según muchos expertos. Cada vez cunde más el nerviosismo dado que el resultado está más cerca de lo que la mayor parte de la gente pensaba y el cambio de sentimiento en las encuestas está impactando de forma agresiva en los rendimientos de los bonos.

En este sentido, el equipo de análisis de AXA IM calcula que, en caso de *Brexit*, las rentabilidades de la deuda europea core caerían aún más, con los vencimientos cortos de los bunds alemanes bajando hasta 25 puntos básicos. En lo que respecta a los spreads de crédito, la firma francesa estima que estos se ampliarían entre 15 puntos básicos para la deuda periférica y 50 puntos básicos para las emisiones en libras.

En definitiva, los insostenibles niveles de deuda conllevan que los riesgos a largo plazo de deterioro del capital o inflación estén aumentando. La incertidumbre política se está agravando y la mayor regulación y la consecuente reducida liquidez operativa están acentuando la volatilidad en los mercados locales.

"De los 26,4 billones de dólares que hay invertidos en deuda soberana en todo el mundo, el 62% están en bonos que ofrecen rentabilidades inferiores al 1%. De ese volumen, 7,4 billones de dólares están en emisiones con una TIR negativa"

nuevos mínimos, en el -0,15%. Por su parte, la deuda pública de Suiza pulveriza todos los récords. El interés de sus bonos a tres años roza el -1%. A diez años se sitúa en el -0,45%, y las tasas negativas se extienden también a las obligaciones a 20 años, con el

Crónica mundana

Calles de fuego en Francia

■ Manuel Espín

En las mismas fechas **Hollande** y su primer ministro **Valls** se enfrentan a una crispación callejera como hace tiempo no se veía, como secuela de la movilización contra la reforma laboral y la violencia desatada por *hooligans*, hinchas e inadaptados ebrios en los alrededores de los estadios de fútbol. Ambas situaciones de orígenes totalmente antagónicos convergen en una suma de incidentes y de violencia en el espacio público en un país que aún no ha superado el terrible choque de los atentados de la Yihad de finales de 2015. Los últimos meses antes de presidenciales y legislativas confirman las dificultades para gobernar del ejecutivo del **PSF**, en una situación en la que las expectativas socialdemócratas se desvanecen en caída libre. Hollande actuó con mucha firmeza y decisión tras el mazazo del terrorismo fundamentalista, pero la reconciliación con la opinión pública duró muy poco. En estos momentos el presidente tiene el más bajo índice de popularidad de la actual República, y el gobierno de Valls está bajo mínimos, con su reforma estrella, la laboral, rechazada por casi las dos terceras partes de la ciudadanía. El proyecto, primo hermano de la reforma laboral de **Rajoy**, toca temas tabú como la prioridad a los convenios de empresa sobre los de sector, y la posibilidad de que se impongan en los centros de trabajo condiciones especiales a la carta, que como anuncian los

adversarios del texto, permitirían incluso revisar las horas de trabajo. Por si fuera poco el centroderecha y la derecha conservadora han barrido para casa adaptando el proyecto de Hollande-Valls a su conveniencia. La contestación sindical y laboral es constante, desafiando la supuesta apatía de la **Eurocopa**. La manifestación de **París** acabó con violencia y enfrentamientos con la Policía provocados por ciertos anti-sistema, sin que la actuación airada de unos pocos deba ser confundida con la mayoría de quienes acuden a ejercer el derecho a manifestarse de manera pacífica.

La encrucijada a la que está sometido el PSF es compleja. Si finalmente se recurre a una imposición de la ley vía decreto administrativo para evitar el escándalo de un PSF dividido de manera radical en el Parlamento, Valls (y Hollande) están reconociendo públicamente su debilidad. Un sector del PSF viene chocando de manera frontal con Valls, que meses atrás se mostró partidario de cambiar el nombre al partido, lo que fue entendido como un golpe bajo a la fuerza política que llevó a **Mitterrand** y a Hollande al **Eliseo**. En la campaña para el 26-J español nadie ha pedido a **Pedro Sánchez** opinión sobre la delicadísima situación del PSF, una organización vehicular en la política francesa, y que ahora vive una *vendetta* interna al mismo nivel que la que desgaja a los conservadores británicos. La reforma laboral



Disturbios en Francia por la reforma laboral.

"Valls deja entrever que podrían prohibirse las manifestaciones contra la reforma laboral"

"La guerra civil del socialismo galo es tan profunda como la de los conservadores británicos"

marca el punto más controvertido del choque. Ante esta situación y desde el punto de vista político, no cabe más opción que dialogar y establecer con los grandes sindicatos algún acuerdo, que

aunque desvirtúe una parte de la intención del Gobierno al promulgarla, salve la paz social y a la vez conceda estabilidad al partido que sustenta al Ejecutivo. Valls, sin embargo, dice que renunciar a la reforma significa "dar la victoria a los que la bloquean en las calles", lo que es como mezclar churras con merinas. En una situación de tensión como la que se está viviendo no cabe otra posibilidad que la de lograr, aunque sea difícil, un acuerdo de mínimos. El tiempo corre en contra del PSF y del Gobierno, que podría encontrarse con una quiebra radical en su base parlamentaria que acelere una salida del Ejecutivo en las peores condiciones posibles. Las expectativas electorales del socialismo francés son catastróficas y arrastran al resto de una izquierda perdida y sin referencia política. La derecha liberal, sin apenas molestarse, espera que la manzana (el poder) caiga en sus manos por su propio peso. Y empieza a pintar un escenario de catástrofe en el que en segunda vuelta tanto de presidenciales como de legislativas la derecha conservadora-liberal competiría con la ultraderecha del **Frente Nacional**, dejando a una izquierda totalmente K. O. El precio a pagar es alto para el socialismo, que ha fracasado en su intento de conciliar las esencias de su identidad con un nuevo discurso donde adopta señas del espacio neoliberal. La crisis ha golpeado a Francia en muchos terrenos, pero

más que en sus magnitudes económicas, en las identidades de las fuerzas republicanas. De la mano de Hollande, y mucho más de Valls, el PSF ha sido incapaz de encontrar un discurso coherente, y sus constantes bandazos le hacen pagar un precio demasiado elevado con una erosión de sus bases.

Al mismo tiempo, la administración francesa ha debido enfrentarse a la violencia callejera desatada por *hooligans*, gamberros, hinchas descontrolados, ebrios inadaptados y toda la hedionda camada de un lumpen que ha provocado escenas lamentables en ciudades como **Marsella** o **Lille**. Se trata de un fenómeno que trasciende de los espacios deportivos y se adentra en terrenos sociopolíticos. Gobiernos como el de la **Federación Rusa**, pero no sólo, alientan un discurso nacionalista pueril y maniqueo con el fútbol como pretexto, al que se suben por las más variadas razones las clases sociales y personas frustradas que canalizan su otro yo bajo la perspectiva de la presión de grupo. Se trata de un asunto que va mucho más allá de las autoridades deportivas y se adentra en la utilización del fútbol con espúeos fines oportunistas o de un discurso patrioter que apela a instintos muy bajos, y que viene a ser apoyado por gobiernos y medios de comunicación. ¿Hará falta otra nueva tragedia para que se actúe de manera más radical contra estos nuevos impresentables?