

Los precios de los bonos caerán pero de forma gradual, según José M^a Valle, y espera que haya un aumento de las rentabilidades a medida que el BCE reduzca las compras a la mitad a partir del próximo año desde enero. Esto supone que los inversores que tengan activos de renta fija en cartera va a tener unas minusvalías. Por el contrario, los nuevos

inversores entrarán con unos precios más bajos y unas rentabilidades un poco más altas. Y eso supone un escenario mejor del que hemos tenido hasta ahora, dice el responsable de Estrategias de Mercados Financieros de Ahorro Corporación. El tipo de interés español a 10 años puede finalizar 2017 en el 1,75% si no se da un escenario extremo.

nomía seguirá creciendo a un ritmo sólido y esperamos que la inflación vaya gradualmente al alza. En general, el escenario económico debería mejorar.

—¿Qué impacto tendrá el conflicto catalán en la prima de riesgo de España?

—La incertidumbre que se ha visto hasta ahora por la crisis política en Cataluña está teniendo un impacto bastante limitado. El viernes 27 de octubre, después de que el Parlamento catalán hiciese la declaración unilateral de independencia, la prima de riesgo repuntó 8 pb y, aun así, se ha quedado en 120 pb, que son niveles contenidos. En el peor de los casos, si hubiera resistencia de los partidos independentistas a aceptar las medidas del artículo 155 (algo que no parece que esté sucediendo) creemos que no veríamos repuntes más allá de 160-170 puntos básicos.

— ¿Cuáles son los motivos que la prima de riesgo española no está repuntando con más fuerza?

—Las compras de deuda pública del BCE están actuando como un amortiguador hasta ahora y lo van a seguir haciendo. Además, el mercado está descontado que no habrá independencia, independientemente de que el problema va a seguir y habrá que ver cómo se gestiona. El mercado está reaccionando de una forma muy moderada, teniendo en cuenta los niveles en los que está actualmente la prima de riesgo, y al contrario que en otros episodios pasados de riesgo, como el brexit. Con el brexit, en junio de 2016,

“Deberíamos ver un aumento gradual de los tipos de interés en la eurozona a medida que el BCE reduzca las compras de bonos a la mitad, desde enero de 2018”

José M^a Valle, responsable de Estrategias de Mercados Financieros de Ahorro Corporación

“Las políticas de estímulo de la UE no acabarán antes de 2022”



■ Maite Nieva

—El BCE ha alargado la duración del programa de compra de bonos en su última reunión de octubre. ¿Tenemos política monetaria laxa para largo en Europa?

—El BCE está saliendo de las políticas monetarias expansivas no convencionales muy lentamente. Europa sigue necesitando estímulos monetarios sobre todo porque la inflación se está recuperando a un ritmo inferior al que se desea. La inflación subyacente en la eurozona ahora está al 1,1%, y las expectativas de inflación a largo plazo que descuenta el mercado están en el 1,7%. Es cierto que han venido repuntando —vienen del 1,50 en junio, los mínimos anuales— pero todavía siguen siendo necesarios estímulos monetarios.

El programa de bonos estaba previsto que finalizase en diciembre de 2017 y lo hará en septiembre de 2018 y con un ritmo de compras menor, en 30.000 millones de euros al mes en vez de 60.000 millones. Por otra parte, el programa no va a terminar de una forma repentina, con lo cual no podemos descartar que las compras se prorroguen un poco más durante el cuarto trimestre de 2018, con el objetivo de ir reduciéndolas a 15.000 millones un mes; 10.000 otro y acaben en diciembre. Es decir, se podrían prorrogar un trimestre más, hasta final de 2018.

Por otra parte, aunque el BCE no hará compras nuevas después del 4T18, va a seguir reinvertiendo los principales de los bonos que vayan venciendo bajo el programa de adquisición de activos. Creemos que en el primer semestre de 2022

podría comenzar a reducir la reinversión de los vencimientos de los bonos comprados bajo el extinto programa de adquisición de activos y mientras tanto, la reinversión de los principales sigue siendo también un estímulo monetario.

— ¿Cómo va a afectar la ampliación del programa de estímulos monetarios a la renta fija europea a corto y medio plazo?

—Esperamos es que haya un aumento gradual de las rentabilidades. Las previsiones que tenemos de subidas del tipo a 10 años son un poco mayores que las de tipo a dos años y por tanto debiéramos ver un incremento de la pendiente de tipos en la eurozona a medida que vaya avanzando el año 2018.

“La incertidumbre por la crisis política en Cataluña está teniendo un impacto limitado en la prima de riesgo. A corto plazo no veo un repunte más allá del entorno de 160-170 puntos básicos”

“Las compras de deuda pública del BCE están actuando como un amortiguador y el mercado está descontando que este episodio de riesgo va a pasar”

Deberíamos ver un aumento gradual de los tipos de interés en la eurozona debido a que el BCE reducirá las compras a la mitad, a partir de enero hasta septiembre próximo, y a un aumento gradual que esperamos de las expectativas de inflación.

Los tipos a diez años van a subir a un ritmo algo mayor que los tipos a dos años. El tipo a dos años estará más condicionado por la política monetaria y se irá aproximando al tipo de depósito a medida que se acerque el final del QE. Esperamos que el tipo de depósito finalice 2018 en el -0,30% (+10 pb desde los niveles actuales, -0,40%). Por tanto, el tipo a dos años alemán, que ahora está en niveles negativos de -0,70%, podría finalizar este año en torno a -0,60%/-0,65%, y finalizar 2018 en torno al -0,30%, en línea con el nivel que esperamos para el tipo de depósito.

Por otra parte, el tipo alemán a 10 años podría finalizar este año en 0,60% desde el 0,48% actual y subir a finales de 2018 hasta el entorno del 1%-1,10%, debido al aumento que esperamos de las expectativas de inflación y a la reducción de las compras de bonos por parte del BCE, lo que supondrá un aumento de la pendiente de tipos, aunque moderado.

— ¿Es momento de invertir en renta fija con estas previsiones?

—Los nuevos inversores entrarán con unos precios más bajos y unas rentabilidades más altas, lo que supone un escenario mejor del que hemos tenido hasta ahora.

La renta variable también irá mejor, dado que las perspectivas económicas son positivas. La eco-

los máximos que llegó a alcanzar la prima de riesgo en España fueron de 167 puntos básicos. Y eso unido a que coincidió con la segunda convocatoria de elecciones en España debido a que en diciembre no se consiguió sacar adelante la votación de investidura y hubo de convocar elecciones en junio de 2016. Más recientemente, en los meses de febrero a abril, las elecciones en Francia también implicaron un rebrote de riesgo sistémico en el mercado, dado que según las encuestas el partido antieuropeísta de Le Pen había subido en estimación de voto y la prima de riesgo en España llegó a repuntar hasta 150 puntos básicos.

A más largo plazo, y si no se da ese escenario extremo, lo más probable es que el tipo de interés español a 10 años pueda finalizar 2017 en el 1,75% desde el 1,63% actual, siguiendo la misma línea que el bono alemán a diez años, pero con un diferencial respecto a la rentabilidad del bono alemán, lógicamente por prima de riesgo. A cierre de 2018, seguirá con esta línea ascendente y gradual, hasta situarse entre el 2% y el 2,10% aproximadamente.

Esto implicaría, en términos de prima de riesgo, que a mediados de año podríamos ver un repunte hasta niveles de 130 puntos básicos (desde los niveles actuales de 120pb), anticipándose al fin previsto del QE en septiembre de 2018. Posteriormente, si se relaja este episodio de riesgo de Cataluña, y una vez pasado el fin del QE, en el segundo semestre de 2018 podríamos ver una relajación de la prima de riesgo España, hasta situarse en tono a 100-105 puntos básicos.

EL PERSONAJE Y SU IMAGEN

José M^a Valle es responsable de Estrategias de Mercados Financieros de Ahorro Corporación desde 2005, donde se ha especializado como analista de macroeconomía y estrategia de mercados. Experto en el análisis de la política monetaria, tipos de interés y de la evolución de los derivados de renta variable, previamente trabajó en AC Gestión como

analista de mercados financieros. Es profesor de Finanzas en el Instituto de Bolsas y Mercados Españoles (BME) desde 2010 y conferenciante habitual en ponencias y congresos. Su último libro, *Volatilidad como activo de inversión*, es ya un manual de referencia sobre el tema. Es doctor cum laude en Ciencias Económicas y Empresariales por la

Universidad Complutense de Madrid, donde también cursó la Licenciatura. Su especialidad pertenece al programa de Economía Financiera, Actuarial y Matemática, donde ha desarrollado también su carrera profesional y docente. Es Máster en Finanzas Cuantitativas por Analistas Financieros Internacionales, Madrid.