



«Si el riesgo de impago se aleja de forma considerable, el riesgo cíclico no sólo no se disipa, sino que, incluso, se intensifica»

De riesgos sistémicos y cíclicos

El riesgo sistémico del que advertíamos en semanas anteriores, especialmente en el mes de noviembre, va quedando atrás. Y por riesgo sistémico advertíamos de dos potenciales acontecimientos: ruptura del área euro e incapacidad de financiación de las entidades crediticias financieras, que deben hacer frente este año a vencimientos del orden de 750.000 millones de euros.

Con la perspectiva que otorga el paso del tiempo, se puede defender que las decisiones del BCE del pasado 8 de diciembre, así como las decisiones de la Cumbre del Euro del día siguiente, han sido útiles para minorar de forma significativa ese riesgo sistémico. Por un lado, porque los principales líderes políticos europeos se han mostrado comprometidos con la estabilidad del área euro y con las medidas que, a priori, deben servir para ello (la reducción del déficit público y/o deuda pública). Por el otro, porque la inyección de liquidez del BCE a tres años por importe de 490.000 millones de euros ha mitigado de forma considerable el riesgo de refinanciación de las entidades financieras europeas (más si tenemos en cuenta que, a finales de febrero, se producirá una nueva inyección de fondos por parte de la autoridad monetaria europea). Esta inyección de liquidez, acompañada de una nueva rebaja de su coste (hasta el 1%), es una noticia favorable para las perspectivas de beneficios de las entidades financieras, más aun si destinan parte de esos fondos, además de a sustituir financiación (beneficio por reducción de coste de fondeo), a invertir en activos de renta fija emitidos por los Tesoros europeos, especialmente el español y el italiano. Así, la rentabilidad

procede de la diferencia entre la que ofrece un bono de esas características (3,5/4%) y lo que la entidad crediticia tiene que pagar al BCE (1%). Este beneficio directo para el sistema financiero tendrá su impacto, aunque indirecto, en la economía real (es condición necesaria, aunque no suficiente, para que vuelva el crédito a empresas y particulares que mejore la rentabilidad y solvencia de los bancos) y en el coste de financiación de los propios Tesoros. Es decir, reduciendo el riesgo sistémico de fondeo de las entidades crediticias se mitiga otro riesgo no menos sistémico: el acceso al mercado de bonos, a precio razonable, de Tesoros como el español y el italiano.

Buenas noticias, en definitiva, para el mercado de renta fija de entidades financieras (no olvidemos que el BCE también tiene en marcha el CBPP, un programa a través de cual compra *covered* emitida por las entidades), así como el de emisores periféricos e, indirectamente, el de emisores corporativos, tanto *investment grade* como *high yield*. Noticias favorables que no son tal para el mercado de acciones. Porque si el riesgo de impago se aleja de forma considerable, el riesgo cíclico no sólo no se disipa, sino que, incluso, se intensifica. Y es que la experiencia histórica es contundente: tras un ajuste fiscal como el que se va a realizar en el conjunto de la UME, se produce una recesión económica, con el impacto consiguiente sobre los beneficios empresariales, ergo, las cotizaciones bursátiles. No sólo no mejoramos nuestras perspectivas para las Bolsas, sino que advertimos del fondo bajista para este mercado, especialmente en el caso del europeo y tras el reciente *rally* ::

DAVID CANO es socio de Afi y director general de AfiNet Global, EAFI.
E-mail: dcano@afi.es