

# Japón emprende medidas sin precedentes en política monetaria

Las divergencias entre los principales bloques económicos son cada vez más evidentes. Mientras que EEUU y el Reino Unido siguen liderando el crecimiento en el ámbito desarrollado, el área euro y Japón se ven abocados a recurrir a medidas extraordinarias para recuperar la senda de crecimiento. En esta coyuntura, los bancos centrales toman un papel primordial para anclar las expectativas de inflación, muy deprimidas ante el anémico crecimiento de las economías. El agresivo *Quantitative Easing* (QE) planteado por el Banco de Japón (BoJ) supone el mayor experimento hasta la fecha en cuestión de política monetaria. Sus conclusiones serán muy valiosas para el área euro, que tras agotar las herramientas convencionales podría verse obligado a seguir los pasos del país nipón.

Juan Navarro

Los preocupantes registros de actividad y precios del conjunto del área euro hacen cada vez más probable que el BCE amplíe el abanico de herramientas en el ámbito monetario. Mario Draghi, en el último Consejo de Gobierno de noviembre, volvió a incidir sobre la necesidad de que el balance de la institución alcance un tamaño similar al de 2010. La dificultad para alcanzar el billón de euros presupuestado mediante la apelación a las TLTRO y a los programas de compras de *covered bonds* y titulizaciones, podría hacer necesario ir más allá. En nuestra opinión, el siguiente paso natural podría ser un programa de compra de deuda privada y, condicionado a un deterioro adicional y superando la oposición de parte los miembros del organismo, incluso otro de deuda pública. Por el momento, los esfuerzos se han concentrado en el primer pilar del *Draghinomics* –dinamismo de la política monetaria– que contrasta con el segundo pilar –la política fiscal– que empieza a adquirir un tono más neutral sin medidas contundentes. Por su parte, el tercer pilar, basado en reformas estructurales a nivel nacional y en políticas de aumento de la demanda a escala europea, encuentra en el *Plan Juncker* un posible revulsivo.



[Stock/Thinkstock.]

El plan presentado por el presidente de la Comisión Europea, Jean-Claude Juncker, recoge la creación de un fondo público-privado con el objetivo de financiar infraestructuras en el área euro. La cuantía del mismo se estima en 315.000 millones de euros, y la mayoría provendrá de capital privado, dado que tan solo 21.000 millones lo harán de las arcas públicas. El Banco Europeo de Inversiones (BEI) aportará 5.000 millones y los 16.000 restantes provendrán de los presupuestos de la Comisión Europea. La absorción de las primeras pérdidas por parte del componente público, la generación de

**COBROS Y PAGOS**



OPTIMICE SUS PROCESOS FINANCIEROS A TRAVÉS DE UNIVIA

SU TIEMPO ES ORO

UNIVIA AGILIZA SU TIEMPO

UNIVIA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios: **reduce costes, tiempos y espacios de trabajo**, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

UnVía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: **COBROS y PAGOS**.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

**COBROS**

- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

**PAGOS**

- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente



préstamos subordinados o la concesión de garantías sobre préstamos bancarios, son algunos de los incentivos que ofrece el fondo al sector privado para alcanzar el tamaño objetivo.

A pesar de las actuaciones –presentes y futuras– del BCE, el Banco Central que sigue demostrando un mayor dinamismo y un rotundo compromiso con las necesidades de su economía, más allá de la inflación, está siendo el Banco de Japón.

#### JAPÓN AMPLIFICA LAS CONDICIONES DE LAXITUD MONETARIA

Es cierto que la postura del BoJ parte de la premisa de que es necesario actuar de forma preventiva para evitar que la economía entre en una espiral deflacionista, contrarrestando las expectativas de caída de los precios. Pero también es cierto que esta estrategia de política monetaria extrema es prácticamente la única vía con la que cuenta Japón para (i) paliar los efectos de la consolidación fiscal sobre un perfil de gasto doméstico privado que ahora es recesivo y (ii) contener el aumento de los costes financieros al que tendría que hacer frente el sector público en un entorno de tipos de interés más normalizado.

En efecto, las subidas de impuestos que ha programado el Gobierno han interrumpido la recuperación que se atisbaba en la inversión empresarial y el consumo privado. El crecimiento de la inversión fija se encuentra en el nivel más bajo del último año, mientras que el gasto familiar se contrae ya en tasa interanual (-2,6%) recogiendo no solo el impacto de la reforma fiscal sino también la pérdida de poder adquisitivo derivada de la corrección de los salarios reales.

En cuanto al sector público, es importante tener en cuenta que el déficit público cerrará 2014 por encima del 7% del PIB y que lo hará con un ratio de deuda pública sobre PIB cercana al umbral del 250%. Una situación que convierte la acción del

#### ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

	Rentabilidades a	
	Noviembre	2014
RV Sectores Crecimiento	13,9	33,2
RV Euro	4,9	4,3
RV EEUU	4,7	18,9
RV Europa	4,4	6,2
RV España	4,3	7,4
RV Materias Primas	4,0	1,2
RV Internacional	4,0	12,3
RV Sectores Defensivos	3,2	16,5
RV Emergentes Latinoamérica	2,9	8,6
RV Mixta Euro	2,7	6,5
Garantizado parcial	2,5	4,3
RV Mixta Internacional	2,3	7,2
Gestión Global	2,2	5,0
RF Convertibles	2,1	4,6
RV Emergentes Asia y Oceanía	1,9	17,3
Monetarios USD	1,8	9,9
RF Corto Plazo USD	1,8	10,1
RV Emergentes Global	1,7	11,3
RF Largo Plazo USD	1,7	13,7
RV Japón	1,3	6,9
RV Emergentes MENA	1,3	14,9
RF Mixta Euro	1,3	4,1
Garantizado rendimiento variable	1,3	3,0
RF Mixta Internacional	1,2	5,0
RV Emergentes Europa del Este	1,0	-2,9
Gestión Alternativa	1,0	2,7
RF Internacional	0,7	8,0
RF Largo Euro	0,6	7,0
Fondos de Inversión Libre	0,4	-0,9
Garantizado rendimiento fijo	0,3	3,3
RF Emergentes	0,3	10,0
Retorno Absoluto Conservador	0,3	0,5
RF Corto Euro	0,3	3,2
RF High Yields	0,0	5,8
RF Emergentes Corporate	0,0	7,9
Monetarios Euro	0,0	0,2
Monetarios Internacional	-0,7	3,7

Fuente: Afi.

Banco Central en un elemento decisivo para la sostenibilidad de las cuentas públicas.

En este contexto, el crecimiento de Japón en el 3T14 ha confirmado la entrada de la economía en recesión (dos tasas trimestrales negativas). Ante este panorama, los planes que incluían duplicar el tipo impositivo del IVA (hasta el 10%) en un periodo inferior a dos años se han dejado en un segundo plano tras los efectos nocivos sobre el crecimiento de la subida producida en el mes de abril. Además, el Primer Ministro Abe ha declarado que procederá a disolver las Cámaras y a adelantar las elecciones a

### COBROS Y PAGOS



OPTIMICE SUS PROCESOS FINANCIEROS A TRAVÉS DE UNIVÍA

**SU TIEMPO ES ORO**

UNIVÍA AGILIZA SU TIEMPO

**UNIVÍA ES ORO PARA SU NEGOCIO**

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios **reduce costes, tiempos y espacios de trabajo**, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: **COBROS y PAGOS**.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

**COBROS**

- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

**PAGOS**

- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente



diciembre, enfrentándose a una «moción de censura voluntaria» con el objetivo de reforzar sus apoyos tras los últimos registros macroeconómicos.

Ante la encrucijada de permitir un ajuste fuerte del gasto público para aumentar el nivel de ahorro público, o apostar por la apertura de un escenario de máxima laxitud monetaria que lleve a la economía a un círculo virtuoso de (i) incremento de la confianza, (ii) inflación, (iii) mejora de la recaudación, (iv) reducción del déficit público y (v) estabilización de la ratio de deuda sobre PIB, el Banco de Japón está optando por la segunda opción.

La implementación del nuevo QE será probablemente la alternativa que dominará la política económica del país no solo en 2015 sino también a medio plazo. La política monetaria está permitiendo una depreciación sin precedentes y a nivel global del yen (JPY) que debería contribuir a relanzar las exportaciones y neutralizar, aunque sea parcialmente, el deterioro de la demanda nacional. En este sentido, no podemos descartar un nuevo refuerzo del programa de QE del BoJ en el futuro si el entorno macroeconómico o los riesgos de entrada en deflación así lo aconsejan.

#### PRINCIPALES DERIVADAS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

La derivada directa para los mercados financieros globales es doble: por un lado, la depreciación que acumula el yen desde que empezó 2013 (33% frente al USD, 25% frente al EUR) es persistente y, por otro, el QE de Japón va a ser un contrapeso a la retirada de estímulos monetarios de EEUU.

En renta variable, el Nikkei acumula una revalorización desde el anuncio del nuevo programa de compras de en torno al 10%. El espíritu exportador de la mayoría de las compañías japonesas hace que estas se beneficien de un incremento relativo de la competitividad ante la depreciación acumulada del yen.

#### ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	30-nov-14	31-oct-14	BMK	AFI vs BMK
RV EUR	28	28	17	11
RV EEUU	6	6	6	0
RV Emer. Asia	0	0	1	-1
RV Emerg. Latam	0	0	1	-1
RV Europa Este	0	0	1	-1
RV Japón	14	14	4	10
<b>Renta variable</b>	<b>48</b>	<b>48</b>	<b>30</b>	<b>18</b>
Ret. Abs. Conservador	0	0	7	-7
Gestión Alternativa	7	7	0	7
<b>Gestión alternativa</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>0</b>
RF Convertibles	7	7	0	7
RF High Yield	7	5	2	5
RF Emergente	6	6	0	6
RF IG CP	0	2	8	-8
RF IG LP	2	2	0	2
RF Largo EUR	6	6	15	-9
RF Corto EUR	0	0	33	-33
RF USD	0	0	0	0
<b>Renta fija</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>58</b>	<b>-30</b>
Monetarios USD	9	9	0	9
Monetarios GBP	5	5	0	5
Liquidez	3	3	5	-2
<b>Mdo. Monetario</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>5</b>	<b>12</b>

Fuente: Afi.

Por otra parte, la ampliación del QE coincide con la decisión del fondo de pensiones soberano de Japón de incrementar en un 20% las tenencias de renta variable, distribuidas a partes iguales entre bolsa japonesa y del resto del mundo. En la práctica, supone la inyección de algo más de 200.000 millones de dólares en los mercados de acciones globales, con el efecto positivo que esta acción conlleva.

#### MERCADOS FINANCIEROS

Mantenemos la estrategia de noviembre con ligeros cambios. Elevamos el peso de la renta fija *high-yield* con el objetivo de «beneficiarnos» del plan de estímulo monetario que estaría ultimando el BCE y que incluye la compra de deuda privada. Lo anterior, unido al repunte de diferenciales *high-yield* grado de inversión es el principal argumento para este cambio. Precisamente por este motivo reducimos el peso de renta fija grado de inversión a corto plazo hasta el 0%. El poco potencial de corrección adicional en TIR y la cercanía a tipos de interés entorno al 0%, son los justificantes ::

### COBROS Y PAGOS



OPTIMICE SUS PROCESOS FINANCIEROS A TRAVÉS DE UNIVÍA

SU TIEMPO ES ORO

UNIVÍA AGILIZA SU TIEMPO

UNIVÍA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios **reduce costes, tiempos y espacios de trabajo**, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: **COBROS y PAGOS**.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

**COBROS**

- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

**PAGOS**

- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente

