

## LABORATORIO *de* IDEAS



TOMÁS ONDARRA

### MERCADOS

EMILIO ONTIVEROS

## Riesgos financieros en ascenso

Las esperanzas de recuperación económica han de aplazarse. Las mutaciones del virus, las advertencias de letalidad de las mismas y las dificultades para alcanzar las tasas de vacunación previstas vuelven a situar los confinamientos más o menos amplios en los escenarios económicos de la mayoría de los países. Las previsiones de crecimiento de hace apenas unas semanas se rodean de cautelas y con ellas se renuevan los temores sobre la excesiva asunción de riesgos financieros. La percepción de estos encuentra razones suficientes en el comportamiento de los mercados financieros en los últimos meses, en la elevación constante del grado de endeudamiento, público, pero sobre todo privado, y en los desafiantes niveles de cotización alcanzados por algunos mercados de renta variable.

La aversión al riesgo ha caído de forma significativa, de la mano de esas presunciones favorables de control del virus y de la continuidad en el apoyo de los Gobiernos y bancos centrales a la rápida recuperación. El resultado, ya advertido en alguna columna anterior, es una escalada en el nivel de endeudamiento privado y en las cotizaciones de la renta variable, distantes ambos de los fundamentos económicos, incluida la capacidad de generación de beneficios de las empresas.

La liquidez abunda, y los activos de bajo riesgo, en especial las referencias más vinculantes como los bonos del Tesoro de la práctica totalidad de los pa-

ses, ofrecen rendimientos históricamente reducidos, apoyados en las actuaciones igualmente sin precedentes de los bancos centrales. Los gestores de carteras no saben dónde meterse, no disponen de más opciones que embalsar la liquidez o adentrarse en activos cada día más peligrosos a la búsqueda de rentabilidades que satisfagan mínimamente a sus clientes. La inclinación a esa mayor asunción de riesgo encuentra en los largos periodos de baja inflación o desinflación un poderoso cómplice. Se trata de una situación verdaderamente excepcional que puede ya estar conduciendo a la agudización de esas vulnerabilidades advertidas hace unos meses.

Una de las fuentes de fragilidad más importantes es, en mi opinión, la deuda empresarial, en máximos históricos con relación al tamaño de las economías. La que inquieta no es precisamente aquella con la mayor calidad crediticia, la que dispone del grado de inversión, sino la que ofrece un mayor rendimiento, asociada a un riesgo más elevado, como los bonos de alto rendimiento o bonos basura. Lejos de reducir su importancia relativa en la captación de recursos, las empresas con bajos ingresos por ventas, o directamente menguantes, son precisamente las más activas en la captación de recursos. En muchas economías avanzadas proliferan las empresas zombis, aquellas cuyos márgenes ordinarios no cubren las obligaciones de pago del servicio de la deuda. Son empresas cuya supervivencia no depende precisamente de su capacidad para competir, sino de esas facilidades de oxigenación financiera sobrevenidas excepcionalmente. También aquellas que pueden limitar las oportunidades de financiación y de crecimiento de las más productivas y viables. A pesar de ello, no faltan inversores dispuestos a asumir directamente riesgos de insolvencia ante la presunción de que los tipos de interés seguirán en niveles muy reducidos durante mucho tiempo, más bajos lógicamente en los bonos de menor riesgo.

El otro frente de aumento de la deuda es el de las economías emergentes, en especial la denominada en monedas de economías avanzadas. Al igual que los bonos de elevado rendimiento, han estrechado sus diferenciales de remuneración con los bonos de mayor calidad crediticia, seduciendo a un número

**Las vulnerabilidades no son nuevas, pero su acumulación hace que cualquier chispazo pueda prender con facilidad**

creciente de inversores, pero no reduciendo al mismo tiempo su exposición a movimientos adversos en los tipos de interés y de cambio.

Los mercados de acciones no han sido menos diligentes en asumir esas mismas premisas de una intensa recuperación del crecimiento económico amparada en la diligente administración de las vacunas y la adopción de políticas de demanda extraordinarias. Las bajas tasas de descuento que se emplean en las valoraciones, debido fundamentalmente a las intervenciones de los bancos centrales en los mercados de bonos, amparan decisiones de inversión en activos de riesgo, no solo en acciones de compañías susceptibles de sacar partido de la recuperación inducida por la digitalización creciente y, desde luego, por el gasto sanitario y farmacológico. El resultado son cotizaciones también sin precedentes en algunos sectores, en muchos casos disociadas de la corriente de beneficios, que es lo que se supone deberían anticipar los precios de las acciones. Desde los mínimos de marzo, los índices bursátiles han registrado elevaciones significativas hasta alcanzar en las primeras jornadas de este año nuevos máximos, de forma destacada en los mercados estadounidenses. Las presunciones de sobrevaloración, de formación de burbujas, se extienden y, con ellas, la vulnerabilidad a ajustes espasmódicos. En el caso de las empresas tecnológicas, los niveles de cotización actuales resultan familiares con los alcanzados en la explosión de las *punto.com* de principios de 2000. La extensión de la reducción de la aversión al riesgo se extiende a la adopción de posiciones mucho más especulativas, como las concretadas en el bitcoin y otras criptomonedas. Seth Klarman, fundador de algunos de los fondos de alto riesgo más importantes, ha comparado el comportamiento de algunos inversores como "el de las ranas en agua en invierno", incapaces de reconocer adecuadamente los riesgos a los que se enfrentan hasta que es demasiado tarde.

Estas vulnerabilidades no son nuevas y, por tanto, pueden seguir instaladas en la escena financiera sin desencadenar ninguna seria corrección. Pero es cierto que la acumulación de posiciones de riesgo incrementa las probabilidades de que cualquier chispazo prenda ahora más fácilmente, ya sean las dificultades, no solo financieras, de algunas empresas o directamente el repunte en los tipos de interés. Y en los sistemas financieros más bancarizados, como el de la eurozona, esas perturbaciones acaban transmitiéndose con mayor facilidad al conjunto de la actividad económica.

Algunas de esas señales están hoy más cerca. En realidad, los bonos del tesoro americano ya han registrado repuntes en sus tipos de interés en el mercado secundario a partir del 6 de enero, cuando se conoció la ventaja en el senado de los demócratas, y pudieron anticiparse los renovados estímulos fiscales ya confirmados por la Administración de Biden. Pero también el descenso en el precio de los bonos estadounidenses empieza a fundamentarse en expectativas de ascenso de la inflación desde los actuales niveles excepcionalmente reducidos. A pesar de los anuncios tranquilizadores del presidente de la Reserva Federal advirtiendo de que es pronto para elevar tipos de interés o reducir sus compras de bonos y otros activos, el horizonte está más cercano. En ausencia de episodios excepcionales, la anticipación del final de las actuaciones extraordinarias de las políticas de demanda sería el verdadero catalizador de un posible cambio de juego en los mercados financieros.

Hyman Minsky, su hipótesis de inestabilidad financiera, renueva su vigencia, si es que la perdió en algún momento. En las propias entrañas del sistema económico se albergan amenazas a la estabilidad derivadas de ese protagonismo de unos mercados financieros cuya actividad y capacidad de innovación no han dejado de aumentar desde que se publicó su principal obra, hace 35 años. Su reciente edición en español, *Estabilizando una economía inestable* (Editorial Profit), es una ocasión para valorar el alcance de la desconexión entre esos mercados y los fundamentos de la economía real.