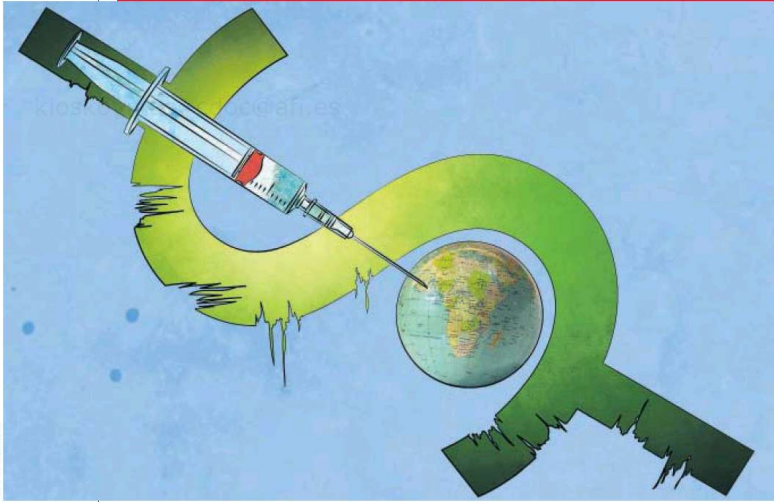


LABORATORIO *de* IDEAS



TOMÁS ONDARRA

kloskoymas#cdoc@afi.e

MERCADOS**EMILIO ONTIVEROS**

Fragilidad financiera global

Concluye el año con más arañazos sobre las expectativas de recuperación de los previstos hace apenas un par de meses. Y con más inquietudes acerca de la capacidad de esta para sortear algunos obstáculos menos coyunturales de lo que podía anticiparse. La propagación de una nueva variante del virus, las consabidas dislocaciones en las cadenas de suministro y en toda la logística global, los elevados precios de la energía y las consiguientes tensiones inflacionistas son las más explícitas. Que esas perturbaciones no sean suficientes para abortar la recuperación no impide verificar que su persistencia puede reducir su calidad y, desde luego, su intensidad. Más allá de sus efectos directos, ya observables, sobre varios sectores económicos en todas las economías, su persistencia puede agudizar algunos problemas financieros subyacentes que hasta ahora podrían considerarse relativamente fáciles de solventar en presencia de crecimiento sin excesiva inflación. Tensiones en las condiciones de financiación y deterioro de la solvencia de los agentes más endeudados se han convertido en dos importantes focos de atención.

Más de la mitad del aumento de la inflación desde el último trimestre de 2020 está explicado por esos problemas de logística internacional y el encarecimiento de algunas materias primas. Que el ascenso en el nivel general de precios en casi todas las economías avanzadas sea en gran medida consecuencia de dificultades en la oferta puede permitir diferenciar

esta amenaza de otras tensiones precedentes, pero su persistencia acabará generando efectos no deseados, desde luego la reacción de los bancos centrales. Con la información hoy disponible es razonable asumir que ese ascenso en la inflación continuará muy probablemente hasta el segundo trimestre del próximo año. La coexistencia de la reacción de los principales bancos centrales con la estabilidad de los mercados financieros pasa a un primer plano. En mayor medida si tenemos en cuenta las valoraciones cercanas a máximos históricos, tanto en los de acciones como en los de bonos. Ambos siguen beneficiándose de un descenso sin precedentes de la aversión al riesgo en todo tipo de inversores, consecuencia de las políticas monetarias excepcionalmente expansivas. Sin embargo, la voluntad y la capacidad de maniobra de las autoridades monetarias para seguir apoyando esas valoraciones es ya limitada.

A diferencia de la crisis financiera de 2008, en esta ocasión la deuda pública, habiendo registrado ascensos significativos, no es, sin embargo, el principal centro de inquietud. Son los pasivos de empresas privadas, en particular los canalizados a través de los mercados de bonos. Estos siguen manteniendo tipos de interés reales y diferenciales frente a los mejores bonos públicos históricamente reducidos. Hasta ahora, las condiciones de financiación de las empresas se han beneficiado en todas las economías avanzadas de esas actuaciones extraordinarias de los bancos centrales, pero también de los apoyos a la solvencia por parte de los gobiernos. De hecho, en Europa los concursos de acreedores y quiebras siguen estables y en EE UU han descendido ligeramente sobre los niveles de 2019 y 2020. Eso se refleja en ratios de morosidad bancaria inconcebibles cuando se desató la pandemia, solo explicados por los colchones de los apoyos públicos. Se entiende, por tanto, la continuidad del endeudamiento empresarial en muchas economías avanzadas, pero también la creciente vulnerabilidad a reversiones en las expectativas de crecimiento, de los beneficios empresariales o de las condiciones de financiación.

Una mayor parte de ese endeudamiento empresarial no lo han contraído precisamente las empresas de mejor calidad crediticia ni las que disponen de mejores perspectivas de demanda. Si la inflexión en la senda de recuperación fuera más pronuncia-

La habilidad a la hora de comunicar de los bancos centrales es crucial, aunque solo sea para no empeorar las cosas

da de lo previsto, o excesivo el endurecimiento de las políticas monetarias y el consiguiente deterioro de las condiciones de financiación, algunas de esas empresas tendrían dificultades para sostener sus beneficios y, desde luego, para conservar su solvencia. Las reacciones de los diferenciales en los "bonos basura" observadas en las últimas semanas dan cuenta de la hipersensibilidad de los inversores.

Mención aparte merecen las tensiones que puedan transmitir los problemas de solvencia en algunos sectores de la economía china, el inmobiliario de forma destacada. Los niveles de precios de esos activos y el endeudamiento de sus promotores con bancos medianos no puede pasarse por alto. Lo conocido en Evergrande, incluida su degradación crediticia, tampoco es precisamente el único episodio de esa crisis inmobiliaria. De la fragilidad que puede transmitir el sistema financiero de ese país da cuenta el ascenso del endeudamiento empresarial en los últimos años, y muy especialmente a partir de 2020. Pero también el intenso ritmo de entrada de flujos internacionales de capital, incluida la inversión en sus mercados de crédito y en la gestión de activos.

La vulnerabilidad financiera también se desprende de las economías emergentes. En primer lugar, por el elevado grado de dependencia comercial de las avanzadas, pero también por factores propios. La menor extensión de la vacunación es uno de ellos. El ascenso en la deuda exterior, dolarizada en gran proporción, es quizás el más explícito. A partir de ahí, el tensionamiento de las condiciones monetarias por los bancos centrales, en especial de la Reserva Federal estadounidense, encarecería el servicio de la deuda, tanto en términos de elevaciones de los tipos de interés como por la depreciación del tipo de cambio, ya explícita en algunos casos. La dependencia de las entradas de flujos exteriores de capital de esos países es importante, no solo para las que mantienen pasivos dolarizados, sino para los mercados de acciones y las emisiones en moneda local. En noviembre pasado tuvo lugar la primera reversión neta de esos flujos de inversión de no residentes desde el inicio de la pandemia.

Tampoco en este ámbito las comparaciones con otras crisis son adversas. A diferencia de situaciones de inestabilidad en el pasado, las redes de seguridad financiera de los emergentes son ahora más sólidas. La disposición de reservas internacionales, las posibilidades de acceso a líneas de liquidez exteriores, de otros bancos centrales o del FMI favorecen el contraste.

A todas las amenazas descritas se muestran sensibles los mercados de acciones de todo el mundo. Las cotizaciones alcanzadas, a pesar de las correcciones recientes, consecuentes con la propagación de la nueva modalidad del virus, siguen cercanas a los máximos históricos en la mayoría de los mercados. De hecho, las dificultades que esos mercados han encontrado en las últimas semanas para recuperar sus máximos tienen mucho que ver con la incertidumbre acerca del futuro comportamiento de las dos variables que en mayor medida condicionan su evolución: los tipos de interés y los beneficios empresariales. Esa es también la razón de que los indicadores de volatilidad hayan ascendido en las últimas semanas.

Las cautelas revisadas obligan, en primer lugar, a entender bien la naturaleza y duración de los puntos inflacionistas, a diferenciarlas según las economías y según los componentes más o menos dominantes de la oferta. En todo caso, cabe confiar en que los bancos centrales sean conscientes de que, ahora, tanto o más urgente que acelerar decisiones de política monetaria contra la inflación es garantizar las vacunas suficientes para evitar adicionales perturbaciones en la oferta consecuentes con la propagación global de la nueva variante del virus. Son momentos en los que las habilidades comunicadoras de los bancos centrales vuelven a ser cruciales, aunque solo sea para no empeorar las cosas.