

Cuatro formas en que el coronavirus ha cambiado los mercados de capital

Jim McCormick

Financial Times 30 de marzo de 2020

Traducción: Enrique A. Bour

Algún día esta crisis terminará. Cuando, y a qué costos humanos y económicos, siguen siendo grandes incógnitas. Pero cuando los mercados vuelvan a algo parecido a la normalidad, es probable que los inversores se encuentren con un panorama político y económico fundamentalmente alterado: uno en el que el papel de la política monetaria ha pasado de ser de importancia primaria a secundaria.

Durante algún tiempo he hablado de este inminente cambio de paradigma, refiriéndome a él como el fin del dominio monetario y el retorno de la dependencia fiscal. Pero la crisis de Covid-19 lo ha hecho realidad. De hecho, marzo de 2020 pasará a ser uno de los meses más dramáticos para la formulación de políticas en la memoria moderna.

La tasa de interés de las políticas del G10, ponderada por el producto interno bruto, es ahora cero, un mínimo histórico. La flexibilización cuantitativa está de vuelta, a una escala más amplia y más grande que antes. Se han adoptado otras medidas para ayudar al funcionamiento de los mercados, lo que nos da una nueva ronda de acrónimos a los que acostumbrarnos.

Pero el cambio en la política fiscal ha sido aún más dramático. A principios de marzo, la respuesta fiscal de EE.UU. fue de 8.000 millones de dólares, lo que la Casa Blanca dijo que era demasiado. La cifra es ahora de 2 billones de dólares, el 10% del PIB. Alemania también ha anunciado un enorme paquete fiscal suplementario que se financiará con 150.000 millones de euros de nueva emisión de deuda, con lo que básicamente se pondrá fin a la política de "cero negro" del país de presupuestos equilibrados y sin nuevos préstamos. En realidad, el seguimiento del costo fiscal es irrelevante. Este es el momento de "lo que sea necesario" de los gobiernos.

Este nuevo marco tendrá enormes ramificaciones para los mercados. Permítanme sugerir cuatro. En primer lugar, un mundo más dependiente de la política fiscal en lugar de la monetaria debería significar mayores rendimientos de los bonos, curvas de bonos más pronunciadas y mayores primas de riesgo de mercado, todo lo demás en igualdad de condiciones. Las tres tendencias se mostraron el mes pasado. El objetivo de la política monetaria en la última década fue reducir el rendimiento de los bonos, facilitar las condiciones financieras y hacer que los inversores suban en la

curva de riesgo. La política fiscal se dirige más directamente a la economía real y se financia a través de grandes préstamos.

Relacionado con esto está el segundo efecto: la crisis de Covid-19 ha dado un gran paso hacia la coordinación de políticas en la línea de la teoría monetaria moderna, que dice que montañas de deuda o gigantescos déficits presupuestarios no importan para que los soberanos se presten en sus propias monedas. Los enormes déficits fiscales serán financiados al menos en parte por compras del banco central. Esto significa que cuando los mercados se asienten, la volatilidad de las tasas de interés debería ser la primera en caer, pero probablemente no a los mínimos históricos observados antes de la crisis.

El movimiento hacia la TMM también significa una presión alcista sobre la inflación. Los mercados de bonos vinculados a la inflación han sido golpeados por la crisis, pero no puedo dejar de pensar que la dirección del viaje de la inflación en un mundo de déficits fiscales masivos financiados por la compra de bonos del banco central es más alta, no más baja. Por último, también hace que las acciones parezcan mucho más atractivas, en comparación con los bonos. Las primas de riesgo de las acciones están ahora cerca de los máximos de varios años en la mayoría de los mercados. Las valoraciones relativas de las acciones se ven aún mejor cuando se tiene en cuenta el inminente aumento de la oferta de bonos.

Un tercer tema que probablemente gane adeptos es el deterioro relativo de los balances gubernamentales en Europa occidental y en EE.UU., en comparación con muchos países de mercados emergentes. Es pronto, pero una característica actual de la crisis de Covid-19 es que ha afectado mucho más a Europa occidental y a EE.UU. Los activos de los mercados emergentes han sido en gran medida intocables en las últimas semanas, pero esta tendencia del balance debería eventualmente importar, y tendrá un efecto positivo neto para los mercados emergentes.

Por último, una tendencia alentadora en la respuesta a la crisis de Covid-19 ha sido el intento explícito de los encargados de la formulación de políticas de limitar el impacto de las nuevas políticas sobre los bancos. Los bancos deben ser una parte central de la solución, pero se verán muy afectados por la crisis. Conscientes de ello, los encargados de la formulación de políticas en Europa -y especialmente el Banco Central Europeo- han mostrado una fuerte reticencia a reducir aún más el tipo de interés oficial. Otras medidas favorables a los bancos son el alivio del capital reglamentario, la financiación de planes de préstamos a niveles atractivos y la cancelación de las pruebas de resistencia de los bancos. Todo ayuda.

La munición de la política monetaria ya era baja antes de la crisis de Covid-19 y ahora se gasta en gran medida, habiendo perdido gran parte de su potencia como instrumento autónomo. La forma en que los mercados se encogieron de hombros ante dos recortes no programados de la tasa de interés de la Reserva Federal de los EE.UU. debería ser prueba suficiente de este cambio.

En este nuevo panorama, la política monetaria desempeñará un papel de apoyo: ayudará a financiar el inevitable aumento de la oferta de bonos del Estado impulsado por el déficit fiscal en los próximos meses.

