

**Transversal**
José García MontalvoCatedrático
de Economía
de la UPF

Luces, cámaras... bolsas



El 2020 fue, en líneas generales, un año para olvidar. Un desastre. La pandemia acabó prematuramente con la vida de muchos ciudadanos y provocó un shock económico de magnitudes épicas. No obstante, desde la perspectiva económica, nos trajo también situaciones sorprendentes e interesantes: el precio del petróleo West Texas a 35 dólares menos el barril; un presidente republicano de EE.UU. amenazando con vetar nuevas medidas económicas porque los cheques son solo de 600 dólares en lugar de 2.000; los precios de las materias primas bajando y subiendo como en un tobogán; una transfiguración keynesiana en la práctica totalidad de los países, incluidos los que en la crisis financiera se mostraron más austeros; unas expansiones fiscales contundentes incluso en países muy capitalistas como EE.UU., donde antes del último paquete de 900.000 millones de dólares las ayudas públicas ya alcanzaba el 13,5% del PIB. El elevado nivel de endeudamiento de la economía mundial, que volvía a ser muy preocupante antes de la pandemia, ya no parece preocupar a nadie a pesar de estar en niveles mucho más altos.

Y así podríamos seguir, aunque sin duda el hecho más sorprendente del año fue la aparente desconexión entre los mercados financieros y la situación de la macroeconomía y las finanzas de familias y empresas. Las estrellas económicas del 2020 han sido las bolsas de muchos países. El año se cerró con el DAX y Wall Street en máximos históricos. Incluso Tesla, la controvertida empresa de coches eléctricos que había incumplido repetidamente las promesas de producción, vio el valor de sus acciones crecer un 700%. Las empresas no financieras han captado 3,6 billones de dólares entre deuda y acciones. Seguramente las salidas a bolsa acabaron en una cifra récord. Hasta empresas con grandes pérdidas, a excepción de WeWork, tuvieron espectaculares ofertas públicas de compra de acciones.

Pero sin duda la rápida recuperación de los mercados de valores y, en particular, Wall Street, ha sido de lo más sorprendente. El precio de las acciones descuenta beneficios futuros, pero no parece que la espectacular ganancia del S&P, en torno al 15%, o del Nasdaq, casi un 50%, pueda explicarse por este factor. De hecho, un indicador fundamental de la valoración de las acciones, la

**Sin temor
La rápida
recuperación
de los mercados
de valores y,
en particular,
Wall Street, ha
sido de lo más
sorprendente
del 2020**

ratio de dividendos sobre el precio de las acciones, ha alcanzado en el mercado norteamericano valores superiores a 30 solo vistos en 1929 y en el año 2000, antes del pinchazo de las acciones tecnológicas. Es más, ni siquiera episodios que en otros tiempos habrían sido muy nocivos, como el amago de Trump de no firmar el último paquete de estímulo, hicieron mella en las valoraciones.

Desde marzo del 2020, tras el hundimiento de un 30%, en menos de un mes, de los mercados de valores, hemos visto varios factores que han impulsado los precios de las acciones. En primer lugar, un aumento enorme de pequeños inversores negociando no solo en acciones sino también con derivados como opciones, apostando a que el mercado seguiría subiendo. En algunos momentos la negociación en derivados de los pequeños inversores superó a los inversores institucionales que tradicionalmente acaparan estos mercados sofisticados. No es menos cierto que algunos inversores institucionales como SoftBank, una empresa que tradicionalmente ha invertido en compañías tecnológicas, se vieron envueltos en una enorme controversia al descubrirse que también tenían enormes apuestas en derivados que no se correspondían con su negocio habitual. La expectativa de que la vacunación nos devuelva a la situación anterior a la pandemia también ha podido ser un factor. Pero ni los pequeños inversores ni la vacuna pueden explicar de forma fundamental la *esputuma* que se ha formado en los mercados de valores, pues nadie quiere hablar abiertamente de burbuja. La razón última es simple: los bajos tipos de interés, y la expectativa que se mantendrán así durante mucho tiempo, han impulsado los precios de todos los activos: inmuebles, deuda, bonos basura, acciones. Todo sube impulsado por la reducción de la tasa de descuento de los flujos de pagos futuros.

Por tanto parece que la única amenaza creíble a la continuación de la escalada bursátil sería un cambio en la tendencia de los tipos de interés. En las últimas semanas se habla cada vez con más intensidad de la posibilidad de que el rápido aumento del dinero en circulación pueda provocar un incremento sustancial de la inflación, aunque sea temporal. Cálculos recientes indican que una quinta parte de todos los dólares en circulación se han creado en el 2020. A diferencia de lo sucedido en la anterior crisis financiera, en la que los bancos centrales impulsaron la creación de dinero, pero los bancos comerciales operaron en sentido contrario (contracción del crédito), en esta crisis tanto bancos centrales como comerciales están creando dinero rápidamente.

Hasta el momento, la incertidumbre causada por la pandemia ha reducido la velocidad de circulación del dinero: tanto las empresas como las familias lo acumulan en forma de ahorro por lo que pueda pasar. Una visión monetarista concluiría que cuando la incertidumbre se disipe aumentará la velocidad de circulación y habrá mucho dinero intentando comprar una cantidad limitada de bienes y servicios y generando inflación. La experiencia histórica de la gripe de 1918 parece sustentar esta interpretación. Si esto sucediera, el tema se reduciría a saber qué harán los bancos centrales. La revisión de los objetivos de la Reserva Federal, que seguramente se verá también reflejada en el BCE cuando acabe su revisión de la estrategia de política monetaria, parece indicar que los bancos centrales son más tolerantes con la inflación después de años de no alcanzar el objetivo marcado. Además, las expectativas de inflación de los inversores parecen firmemente ancladas en valores muy bajos. Estas expectativas son un elemento esencial de la estrategia de política monetaria de los bancos centrales. De esta forma es muy probable que los bancos centrales, quizás con un exceso de confianza sobre su capacidad para controlar la inflación fruto de los éxitos de los últimos 30 años, no reaccionaran. Y con esto cuentan la mayoría de los inversores que, a pesar de considerar que el mercado está burbujeante, y del nerviosismo que esto les genera, no ven qué podría hacer que las bolsas pararan de subir. Vamos, que se encuentran en el conocido modo de bailar hasta que música pare. Y los bancos centrales son los que tienen acceso a los botones del tocadiscos. Hagan sus apuestas: la ruleta sigue rodando. |



SPENCER PLATT / AFP

Bailar hasta que pare la música

La única amenaza creíble a la continuación de la escalada bursátil sería un cambio en la tendencia de los tipos de interés que han impulsado los precios de todos los activos