

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

Aniversario insospechado



Hace unas semanas los medios de comunicación recordaron el primer aniversario del comienzo de la pandemia. Sin embargo, la

semana pasada pocos se hicieron eco de un aniversario económico significativo: la espectacular recuperación bursátil del último año, especialmente Estados Unidos. El S&P 500 ha ganado un 76%. Una subida de esta dimensión no se había producido desde 1936. Algo similar ha sucedido con las bolsas de los países emergentes o Japón.

Se ha discutido intensamente sobre la posibilidad de que estemos frente a una burbuja. Goldman Sachs negaba esta posibilidad en un informe presentado esta semana. Los beneficios futuros de las empresas justificarían su actual valoración. El informe añade un perla interesante: ese rápido incremento de los beneficios futuros se justificaría por la concentración de empresas, en particular en el sector tecnológico. Esto significa que están contando con que el Gobierno estadounidense no actuará contra este alto grado de concentración. Y aquí está parte de la explicación de la bonanza bursátil: el exceso de confianza en que la respuesta

política no dejará caer los mercados.

¿En qué se sustenta esta confianza? Fundamentalmente en la idea de que las autoridades económicas lo pueden todo y solo les preocupa la recuperación. Así parecen haberlo demostrado en las últimas crisis moviéndose primero hacia territorios no explorados en la política monetaria y, en la crisis reciente, añadiendo una política fiscal muy expansiva.

Una parte de esta política fiscal en Estados Unidos se ha producido a partir de pagos directos que, en tres rondas, sumó unos 3.200 dólares por familia y alcanzó al 85% de las estadounidenses. La cuestión fundamental es saber si estas transferencias son consideradas renta o riqueza, pues el efecto multiplicador de la primera es muchísimo mayor que el de la segunda. La respuesta no es simple. Por ejemplo, en Estados Unidos una encuesta mostraba que se planeaba invertir el 40% de los pagos recibidos en la bolsa. Este porcentaje aumentaba al 50% en los jóvenes menores de 34 años. Esto serían unos 170.000 millones de dólares. Podríamos decir que el Gobierno chino compra acciones directamente para mantener la bolsa y el estadounidense da el dinero a sus ciudadanos

Seguridad
Buena parte
de la explicación
de la actual
bonanza bursátil
es el exceso
de confianza
en que la política
no dejará caer
los mercados

para que estos impulsen la bolsa. De esta forma se entiende mejor que los pequeños inversores, que representaban el 10% de la actividad del mercado en el 2019, fueran el 25% en el 2020 y que Robin-hood, la empresa de *trading* que no cobra por pequeñas transacciones en los mercados, haya subido hasta un valor estratosférico. Esto no quiere decir que gran parte del estímulo no se haya transformado en consumo. Lo que significa es que el estímulo ha sido tan fuerte e indiscriminado que según Fitch las transferencias del Gobierno han excedido la pérdida de salarios y renta hasta enero del 2021 en unos 0,7 billones de dólares, casi un 62% del PIB español. Y esto sin tener en cuenta los nuevos cheques de 1.400 dólares que están llegando a las familias estadounidenses en las últimas semanas como parte de los 1,9 billones del paquete COVID Relief Act impulsado por la Administración Biden.

Existen bastantes economistas que consideran que este nuevo impulso es excesivo. Además, se añade la posibilidad de un programa de infraestructuras de 3 billones de dólares. Por tanto, el temor es que un exceso de demanda genere inflación. Hemos visto en las últimas semanas cómo el tipo de interés a largo plazo en dólares ha subido significativamente y los mercados de valores se han mostrado muy volátiles. El aumento de la inflación está asegurado por un mero efecto estadístico: el 20 de abril del 2020 el precio del barril de petróleo cayó a -35 dólares. Sí, negativo. Además, está el sustancial aumento del precio del transporte marítimo de mercancías o los semiconductores. La persistencia del impacto de la inflación es más debatida. Las predicciones profesionales indican que las expectativas de inflación están bien ancladas en valores bajos, aunque la situación es suficientemente compleja como para asociar a estas predicciones un elevado grado de incertidumbre. Y a pesar del aumento sustancial del tipo de los bonos a 10 años la inflación implícita en los activos financieros sigue siendo baja, aunque aumenta la probabilidad de que pueda dispararse por encima del 3%. Las expectativas de inflación en EE.UU. podrían tener efecto en la política económica de ese país, pero también condicionar los estímulos fiscales en otras zonas económicas.

En última instancia hay dos preguntas fundamentales. La primera es si la Reserva Federal aumentará los tipos de interés en reacción a este incremento de la inflación. La respuesta es no: en general, se espera que este aumento de la inflación sea temporal y la revisada regla monetaria que permite estar por encima del 2% en algunos periodos da margen para la inacción. La segunda pregunta es quizás la que más preocupa a los mercados: incluso si la Fed no modifica los tipos de intervención, ¿podrá contener los tipos a largo? ¿Les queda munición en el arsenal de la política monetaria? Poca, pero aún queda el último recurso: el control de la curva de tipos. Esta política, que se utiliza en Japón desde el 2016 y en Australia desde el 2020, implica fijar los tipos de interés a medio o largo plazo en lugar de actuar sobre estos tipos fijando el interés a corto. A diferencia de la expansión cuantitativa, cuyo objetivo es comprar una determinada cantidad de activos financieros, el control de la curva pretende fijar el tipo de interés a varios años y, por tanto, implica el compromiso de comprar cualquier cantidad de activos que haga falta para conseguirlo. EE.UU. ya experimentó con este control en los años 40 y lo estuvo valorando en el 2008 para afrontar la crisis financiera.

La situación es endiablada: las ayudas están impulsando la bolsa, donde los inversores particulares cada vez pesan más y confían en que la Fed soporte los mercados evitando que los tipos a largo suban y sin sobre-reaccionar a la inflación que se avecina. Y aunque Goldman Sachs diga que los típicos signos de una burbuja no se observan (reducción del ahorro e incremento del apalancamiento empresarial) hay muchas señales de precaución, como la facilidad de comprar acciones sin coste, la especulación masiva de pequeños inversores, el aumento de la negociación intradía y el aumento de la negociación de particulares en productos complejos y utilizando crédito. Si parece una burbuja, suena como una burbuja y bota como una burbuja, entonces... |



ALICIA LLOP / GETTY

Prevenidos

Aunque los analistas no observan los típicos signos de una burbuja en la actual expansión bursátil sí que se están dando numerosas señales de precaución