

Crisis económica COVID'19:

Elementos diferenciales. Una especial
consideración a la política monetaria y
su impacto en los mercados financieros

David Cano Martínez

Desde marzo de 2020, coincidiendo con el inicio de la crisis COVID19, los bancos centrales han implantado un fuerte estímulo monetario, superior y más rápido que el de la Gran Crisis Financiera Global. Los impactos no solo han sido notables en el PIB, sino también en las principales variables financieras: tipos de interés, diferenciales crediticios y renta variable.

Since March 20, coinciding with the start of the COVID19 economic crisis, central banks have implemented a large monetary stimulus, greater and faster than the one in the Great Financial Crisis. The impacts have not only been notable on GDP but also on the main financial variables: interest rate, spreads and equity.

Introducción

La crisis económica asociada a la COVID19 tiene elementos diferenciales que deben ser estudiados para incorporarlos en el cuerpo de conocimiento sobre causas, dinámicas, soluciones y consecuencias de los ciclos. De esta forma se podrán afrontar futuras crisis con más criterio y con un mayor número de herramientas eficaces para mitigar sus efectos negativos. La intención de este trabajo es exponer algunos de los aprendizajes de la crisis COVID. Pero se debe hacer una advertencia: aunque han pasado dos años desde su inicio, es obvio que todavía no contamos con una visión completa ni de la crisis, ni de los efectos inmediatos de las medidas tomadas ni, como es lógico, de los impactos a medio plazo. Nos referimos, de manera especial, al estímulo fiscal y, sobre todo, al monetario, aplicado durante estos 24 meses. Justo cuando se escriben estas líneas nos enfrentamos a unas tasas de inflación inéditas desde los primeros años de la década de los ochenta. Y se ha intensificado el debate sobre la necesidad de elevar de forma intensa los tipos de interés y de reducir el tamaño del balance de los bancos centrales¹.

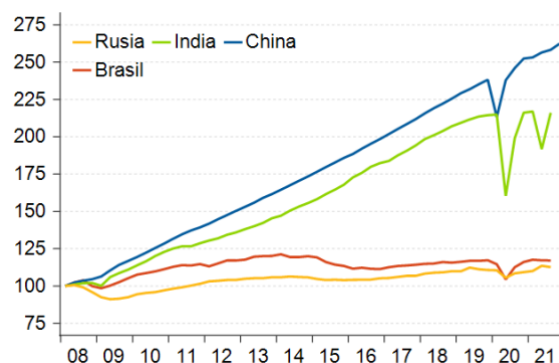
1. Diagnóstico de la crisis y recuperación económica asociada a la pandemia COVID

Hace ahora dos años asistíamos a una de las recesiones económicas más diferenciales de la historia. Y lo fue por varios motivos: sus causas, su intensidad y su duración. Nunca antes habíamos sufrido una crisis «motivada» por las autoridades que, anteponiendo criterios sanitarios a económicos, optaban por imponer un confinamiento a la población. Nunca antes se había perdido una magnitud de PIB tan importante en tan poco tiempo. Porque podemos decir que la recesión, entendida como caída del PIB (en media, del 10 %), apenas duró entre uno y

dos meses (lo mismo que el confinamiento). La «crisis COVID»² ha sido la más intensa pero la más corta de la historia. Y, además, ha estado asociada a una causa inédita: una decisión de las autoridades. En las primeras sesiones de marzo quedaba claro que el reto consistía en evitar que una crisis coyuntural tuviera daños estructurales o que provocara una pérdida permanente de PIB³.

A tenor de la evolución del PIB de los diferentes países a lo largo de este tiempo, podemos decir que este objetivo se ha conseguido, al menos en gran parte, si bien con diferencias por países. El PIB mundial se ha situado en máximos históricos impulsado por sus dos principales protagonistas: EE. UU. y China. En el segundo caso, fue la economía que antes sufrió la recesión (1T21, -10,5 % T), pero también la que se recuperó de forma más temprana (ya en el 3T20 su PIB se situó en un máximo histórico, ver gráfico 1). En EE. UU. (ver gráfico 2) no fue hasta el 2T21 cuando se alcanzó el nivel prepandemia (hoy se sitúa un 3 % por encima del nivel del 1T20).

Gráfico 1. Evolución del PIB de los países BRIC



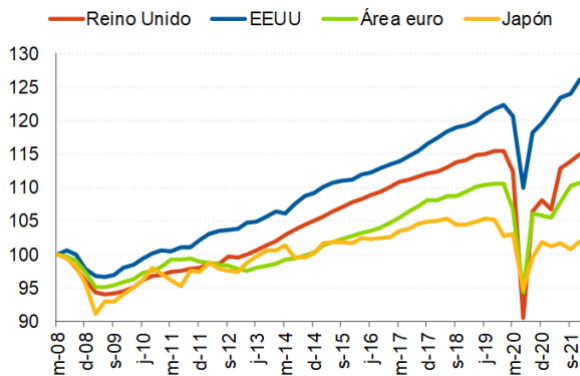
Fuente: Macrobond

El área euro, junto con Japón, es el bloque económico más retrasado en la recuperación ya que el menor ritmo de avance post confinamiento, así como la recaída en la parte final de 2020 y en el inicio de 2021 provocan un peor saldo, como lo demuestra que todavía no se haya recuperado el PIB preCOVID (circunstancia que también se da en Japón o el Reino Unido).

¹ De forma adicional, acaba de iniciarse una guerra en Ucrania que, en función de su evolución, podrá condicionar en gran medida las conclusiones de este documento.

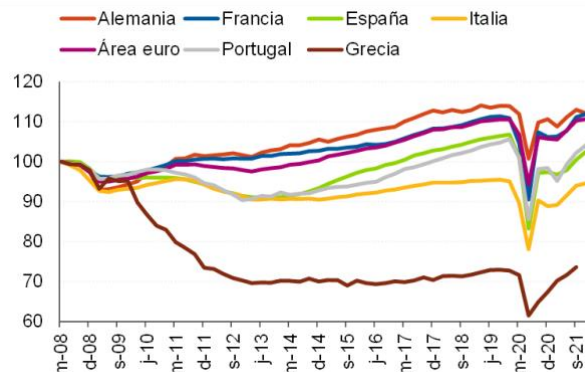
² También denominada el «Gran Confinamiento» con cierta analogía a la «Gran Recesión» de 2008-2009 o la «Gran Depresión» de los años 30 del S-XX.

³ El objetivo era evitar una histéresis del PIB.

Gráfico 2. Evolución del PIB de los países G4

Fuente: Macrobond

Este ritmo desigual de recuperación entre las principales economías también se observa en el seno de la Unión Económica y Monetaria (UEM) donde la distancia al PIB máximo histórico depende, entre otros factores, de la estructura sectorial del PIB, de la importancia de las exportaciones de bienes manufacturados o del turismo internacional (ver Gráfico 3).

Gráfico 3. Evolución del PIB de varios países del área euro

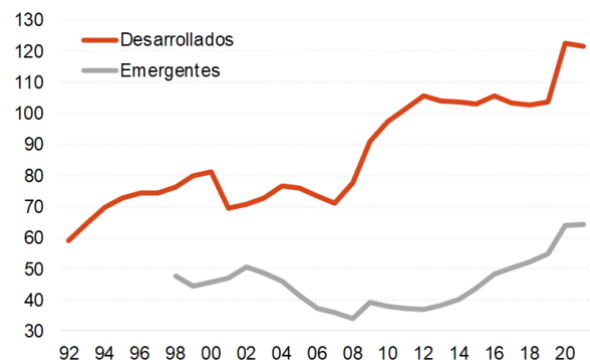
Fuente: Macrobond

En conclusión, si bien la economía mundial sufrió en los primeros meses de 2020 una de las recesiones más intensas de la historia, esta fue de muy corta duración, y ya desde abril/mayo de 2020 asistimos a su recuperación. Aunque esta no ha sido tan dinámica como la recesión, ha servido para recuperar gran parte del PIB perdido gracias al impulso diferencial de las dos principales economías mundiales. El balance no es tan positivo en el resto de los países relevantes. Por lo tanto, junto con la corta duración y elevada intensidad de la caída, así como la asimetría en la recuperación (es más lenta que la cesión del PIB), otra de las características de la crisis COVID19 es la recuperación desigual por países. A pesar de ello, consideramos que se debe valorar de forma positiva el

balance de la economía mundial en estos dos años. Y una de las razones la encontramos en el estímulo fiscal y monetario.

2. Fuerte estímulo fiscal

La crisis COVID19 ha provocado un fuerte endeudamiento público que, en el caso de las economías desarrolladas equivale al 17,8 % del PIB y en las emergentes, al 9,6 % (tabla1). Esto supone un aumento adicional al que se originó como consecuencia de la crisis financiera global (2007-2012) y que se cuantificó en un 34,5 % para las desarrolladas, pero apenas un 1,2 % en las emergentes. Pero más allá de que en esta última crisis el aumento de la deuda pública haya sido menor, seguramente sea más relevante el nivel alcanzado, ya que implica máximos históricos (solo registrados tras el final de la II Guerra Mundial). El abultado endeudamiento público es una de las consecuencias más destacadas de las dos últimas crisis y uno de los grandes retos de futuro dado que coexistirá con partidas demandantes de gasto público como es la longevidad, la descarbonización y, tras los últimos acontecimientos en Ucrania, el gasto militar. Y, además, en un contexto de previsible elevación de los tipos de interés que, no obstante, y debido precisamente al elevado endeudamiento público, podría ser de menos cuantía que en épocas pasadas.

Gráfico 4. Deuda pública (en % del PIB)

Fuente: FMI

Tabla 1. Deuda pública (% del PIB). Variación en la crisis financiera y en la crisis COVID y nivel actual (*)

	2007-2012	2020-2021	Deuda
Economías avanzadas	34,5	17,8	122
Economías emergentes	1,2	9,6	64
G7	40,0	21,0	139
G20	20,4	16,1	108
G20 (Avanzados)	37,1	20,1	133
G20 (Emergentes)	-0,5	10,3	66
EEUU	38,4	24,8	133
Japón	53,3	21,4	257
UME	24,7	15,2	99
Francia	26,1	18,2	116
Alemania	17,0	13,3	72
España	50,5	24,7	120
Reino Unido	41,6	23,3	108
Suiza	-2,3	2,9	43
China	5,2	11,8	69
Brasil	-1,9	2,9	91
India	-6,1	16,5	91
Rusia	3,1	4,1	18

(*) En las dos primeras columnas se expresa la variación del porcentaje de deuda pública sobre el PIB en cada crisis, mientras que en la última, el saldo a final de 2021.

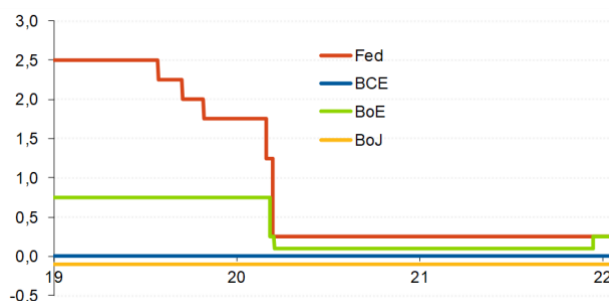
Fuente: FMI

3. Estímulo monetario sin precedentes

3.1. Rebaja de los tipos de interés de intervención

Junto con la rápida e intensa reacción de la política fiscal, la monetaria también actuó de forma decidida. Ahora bien, dado el contexto de bajos tipos de interés, el estímulo monetario vía recorte de los tipos de intervención fue reducido. En el gráfico 5 se puede observar cómo, dentro de las mayores economías, solo la Reserva Federal de EE. UU. (Fed) y el Banco de Inglaterra contaban con tipos de interés nominales «alejados» del 0,0 %, de tal forma que sólo ellos dos pudieron actuar.

Gráfico 5. Evolución de los tipos de interés de referencia



Fuente: Bloomberg

⁴ En «Firefighting. The Financial Crisis and its Lessons» de Bernanke, B., Geithner T. y Paulson, H. se describe el arduo, laborioso y lento proceso de toma de decisiones de entonces. En «Prueba y error» hago una reseña de este libro y apporto algunos datos adicionales sobre las decisiones tomadas entonces, muchas de las cuales se repitieron en marzo de 2020. <http://www.afi-inversiones.es/b51.html>

3.2. Reedición e intensificación de la política monetaria no convencional

Ante la constatación del escaso margen vía tipos de interés, se volvió a activar la actuación de los bancos centrales vía cantidades. Y ahora, a diferencia de lo observado en la crisis de 2008⁴, el aumento de base monetaria se materializó de forma «automática» y por una elevada magnitud. A finales de abril de 2020 (gráfico 6), es decir, menos de dos meses después del inicio del confinamiento, la Fed ya había creado 2,5 billones de USD (frente a los 2 billones de USD inyectados con el QE1 y QE2 entre septiembre de 2008 y junio de 2011). En el caso del BCE, la cifra ascendió a 655.000 millones de EUR, acelerando la tendencia de creación de base monetaria vigente con anterioridad (a un ritmo medio de 15.000 millones de EUR mensuales). En el siguiente punto analizamos con más profundidad la actuación del BCE.

Gráfico 6. Evolución del tamaño del balance de la Reserva Federal de EE.UU. y del BCE (en miles de millones de USD y de EUR, respectivamente)

Fuente: Bloomberg



3.3. El caso del BCE

En el análisis del aumento del tamaño del balance del BCE se debe distinguir entre financiación a las entidades crediticias (vía adquisición temporal de activos de renta fija con operación repo) y compra a vencimientos de activos de renta fija⁵. Desde el inicio de la pandemia, el BCE ha creado 3,9 billones de EUR de base monetaria que se han destinado a financiar a las entidades crediticias, en 1,6 billones de EUR, y a adquirir bonos, en 2,3 billones de EUR (ver esquema 1⁶).

⁵ Lo que se denomina «quantitative easing» o QE.

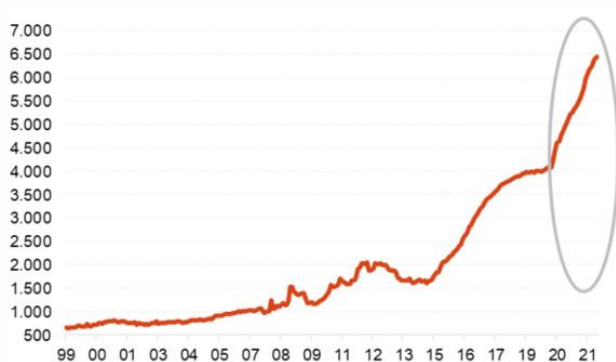
⁶ Sendos importes son cantidades netas a cierre de enero de 2021. Como es lógico, el BCE ha prestado más dinero y ha adquirido bonos por un importe mayor, pero las entidades han tenido que devolver parte de esa financiación, al tiempo que una parte de los activos de renta fija han vencido.

Esquema 1. Política monetaria no convencional del BCE
(Creación de base monetaria 3,9 billones de EUR)

Inyección de liquidez a las entidades crediticias



Compra a vencimiento de activos de renta fija (QE)



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Por la extensión de este documento de trabajo no podemos entrar a analizar los distintos programas de financiación y compra de bonos, pero consideramos adecuado, al menos, listarlos.

3.3.1. Operaciones de financiación

- **TLTRO III (Targeted Longer-Term Refinancing Operations Bridge)**. El 7 de marzo de 2019, es decir, un año antes de la pandemia, el BCE anunció la tercera ronda de las operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico (TLTRO). Todas las TLTRO (la primera edición, TLTRO I, comenzó en septiembre de 2014⁷ y la TLTRO II lo hizo en marzo de 2016⁸) se diferencian de las LTRO (*Longer-Term Refinancing Operations*) en su mayor plazo de vencimiento (hasta 3 años, frente a los 3 meses de la LTRO) y en las condiciones ventajosas de financiación (se ha llegado a un tipo negativo del -1 %, esto es, 50 pb por

debajo de la facilidad de depósito en caso de que las entidades cumplan con una exigencia en términos de concesión de crédito entre el 24 de junio de 2020 y el 23 de junio de 2022). El saldo vivo de estas operaciones de financiación asciende a 1,6 billones de EUR (ver esquema 1). La última LTRO III se celebró el 22 de diciembre de 2021 (línea 4 de la tabla 2) y en ella el BCE inyectó 51.970 millones de EUR (penúltima columna). Si no se celebran más operaciones de inyección de liquidez, entre el próximo 31 de marzo y el 18 de diciembre de 2024 (fecha en la que vencerá la última TLTRO III) los bancos tendrán que devolver al BCE 1,6 billones de EUR (que podrán refinanciar vía MRO⁹ o LTRO).

Tabla 2. Operaciones de inyección de liquidez del BCE

Ref.	Type	Settlement date	Maturity date	Days	Allotted amount	Outstanding amount
20220014	MRO	16/02/2022	23/02/2022	7	0.3 bn	
20220008	LTRO	27/01/2022	28/04/2022	91	0.01 bn	0.01 bn
20210159	LTRO	23/12/2021	31/03/2022	98	0.02 bn	0.02 bn
20210155	LTRO	22/12/2021	18/12/2024	1092	51.97 bn	51.98 bn
20210154	LTRO	16/12/2021	26/01/2023	406	1.09 bn	1.09 bn
20210141	LTRO	25/11/2021	24/02/2022	91	0.01 bn	0.01 bn
20210123	LTRO	30/09/2021	29/09/2022	364	1.34 bn	1.34 bn
20210119	LTRO	29/09/2021	25/09/2024	1092	97.57 bn	97.57 bn
20210078	LTRO	24/06/2021	26/06/2024	1098	109.83 bn	109.57 bn
20210081	LTRO	24/06/2021	30/06/2022	371	0.52 bn	0.52 bn
20210038	LTRO	25/03/2021	31/03/2022	371	0.42 bn	0.42 bn
20210034	LTRO	24/03/2021	27/03/2024	1099	330.5 bn	330.08 bn
20200248	LTRO	16/12/2020	20/12/2023	1099	50.41 bn	49.26 bn
20200207	LTRO	30/09/2020	27/09/2023	1092	174.46 bn	161.77 bn
20200131	LTRO	24/06/2020	28/06/2023	1099	1308.43 bn	1216.79 bn
20200029	LTRO	25/03/2020	29/03/2023	1099	114.98 bn	95.19 bn
20190129	LTRO	18/12/2019	21/12/2022	1099	97.72 bn	83.9 bn
20190097	LTRO	25/09/2019	28/09/2022	1099	3.4 bn	1.96 bn

1) MRO = Main Refinancing Operations, LTRO = Long Term Refinancing Operations, OT = other type of operation

Fuente: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>

- **LTRO puente (Longer-Term Refinancing Operations Bridge)**. Anunciadas el 12 de marzo de 2020 como reacción al COVID19, mediante las 13 operaciones (la primera el 17 de marzo y la última el 9 de junio) se inyectaron 389.000 millones de EUR. Todo el importe venció el 24 de junio de 2020, fecha en la que fue renovado mediante la cuarta TLTRO III¹⁰.
- **PELTRO (Pandemic emergency longer-term refinancing operations)**. Anunciadas el 30 de abril de 2020, mediante 7 operaciones (la primera el 19 de mayo y la última el 1 de

⁷ Mediante las 8 TLTRO I el BCE inyectó 432.000 millones de EUR entre septiembre de 2014 y junio de 2016.

⁸ Mediante las 4 TLTRO II el BCE inyectó 740.000 millones de EUR entre junio de 2016 y marzo de 2017.

⁹ Main Refinancing Operations (Operaciones Principales de Financiación). En este caso, la inyección de liquidez se realiza a un plazo de 1 semana. Están diseñadas como la principal forma de materializar la política monetaria del BCE, si bien desde el inicio de la

crisis financiera, y como consecuencia del uso de operaciones con vencimiento a más largo plazo, su importancia relativa ha caído hasta suponer en la actualidad una cantidad marginal de inyección de liquidez (apenas 300 millones de EUR de un total de 1,6 billones).

¹⁰ En Cano (2020) «De las LTRO puente a la cuarta TLTRO III» se explica con más detalle. <http://www.afi-inversiones.es/b64.html>

diciembre) se inyectaron 27.000 millones de EUR. El 10 de diciembre, el BCE anunció 4 operaciones más, mediante las cuales inyectó 3.300 millones de EUR que las entidades tendrá que devolver a lo largo de este 2022 (ver en la tabla 2 las operaciones con vencimiento el 26 de enero de 2022, el 29 de septiembre de 2022, el 30 de junio de 2022 y el 31 de marzo de 2022)¹¹.

3.3.2. Adquisición a vencimiento de activos de renta fija

- **CBPP3 (Covered Bond Purchase Programme).** El BCE inició la compra de bonos en julio de 2009 a través del CBPP1. Con este programa adquirió, hasta junio de 2010, un total de 60.000 millones de EUR en *covered*. Más tarde, entre noviembre de 2011 y octubre de 2012, materializó el CBPP2, con el que adquirió 16.400 millones de EUR. El CBPP3 comenzó en octubre de 2014 y a fecha actual tiene un saldo vivo de 298.167 millones de EUR (tabla 3).

Tabla 3. Saldo vivo de los programas activos de compra de bonos a vencimiento del BCE

Changes of holdings (previous month)	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
Holdings* in December 2021	28,403	298,167	309,676	2,487,136	3,123,382

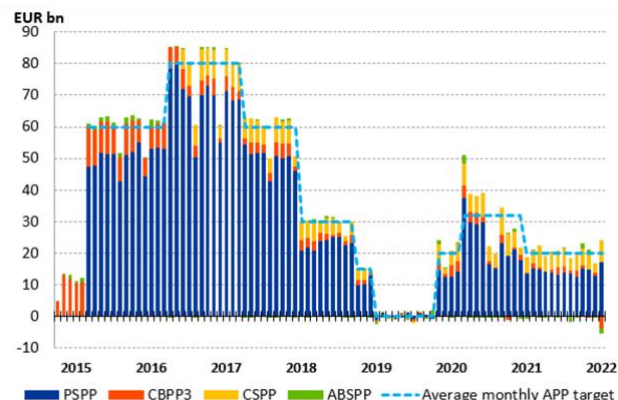
Fuente: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

- **ABSPP (Asset Backed Securities Programme)** con el que en noviembre de 2014 se amplió a los *Asset-Backed Securities* (ABS) el rango de bonos a adquirir por parte del BCE. Las compras acumuladas apenas suman 28.403 millones de EUR, constatándose así la menor dimensión de este mercado.
- **PSPP (Public Sector Purchase Programme)** mediante el cual el BCE ostenta 2,5 billones de EUR en bonos emitidos por tesoros y organismos supranacionales. Comenzó el 9 de marzo de 2015.
- **CSPP Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)**¹² mediante el cual el BCE adquiere desde junio de 2016 renta fija privada con calificación crediticia grado de inversión. Su saldo asciende a 309.000 millones de EUR.

Estos 4 programas componen el denominado APP (*Asset Purchase Programme*)¹³ que, vigente desde octubre de 2014, ha tenido un diferente importe de compras mensuales (ver gráfico 7). El BCE anunció el pasado 16 de diciembre¹⁴ que en el segundo trimestre de 2022 las compras mensuales se

incrementarán a 40.000 millones de EUR (desde los 20.000 millones anteriores), para pasar a 30.000 millones a partir del tercero y reducirse a 20.000 millones de EUR mensuales a partir de octubre de 2022.

Gráfico 7. Compras mensuales del BCE vía APP (en miles de millones de EUR)



Fuente: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

- **PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme)**¹⁵ El 18 de marzo de 2020 el BCE anunció¹⁶, como reacción a la pandemia, el lanzamiento de un nuevo programa de compra de bonos mediante el cual pensaba adquirir 750.000 millones de EUR hasta finales de 2020. En diciembre de 2020¹⁷ se decidió ampliar tanto el volumen (hasta 1,850 billones de EUR) como el plazo de implantación (marzo de 2022). El saldo actual de este programa es de 1,65 billones de EUR (gráfico 8).

¹¹ En Cano (2020) «PELTROS» se explica con más detalle. <http://www.afi-inversiones.es/b78.html>

¹² Este fue el último componente del APP. Se añadió en marzo de 2016.

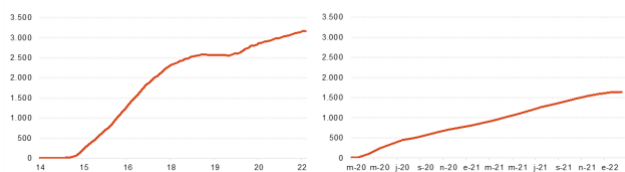
¹³ Para una mayor explicación, ver <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

¹⁴ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.mp211216-1b6d3a1fd8.en.htm>

¹⁵ Para una mayor explicación, ver <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>

¹⁶ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1-3949d6f266.en.htm

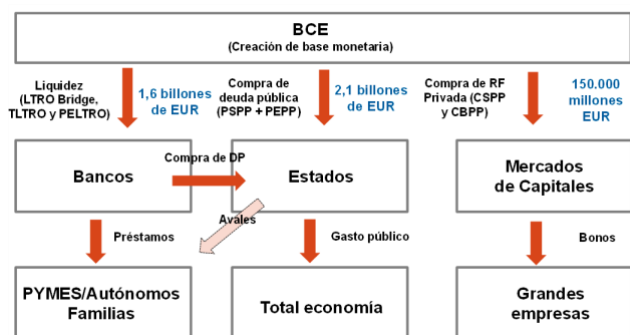
¹⁷ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp201210-8c2778b843.en.htm>

Gráfico 8. APP y PEPP (en miles de millones de EUR)

Fuente: Bloomberg

3.3.3. Transmisión del aumento del tamaño del balance del BCE

En Cano (2020)¹⁸ se propone un esquema de transmisión de la política monetaria no convencional como posible solución (o, al menos, alivio) a la crisis económica COVID19 (ver esquema 2). Dos años después de ese planteamiento, es posible decir que ha sido eficaz para que el enorme aumento de la base monetaria haya llegado a la denominada «economía real» en forma de aumento de la oferta monetaria y, además, a un «precio» muy bajo (tipos de interés en mínimos). La creación de 3,9 billones de EUR por parte del BCE se ha transmitido a través de varios agentes, entre ellos, la banca que, a diferencia de la crisis 2008-2012 (cuando fueron «parte de la causa») ahora son «parte de la solución». Su elevado nivel de solvencia ha permitido aumentar el multiplicador monetario y, así, transformar la inyección de liquidez vía TLTRO III en crédito. A ello han ayudado, sin duda, las condiciones de financiación del BCE (a largo plazo y con un tipo de interés negativo), así como los avales del Estado, vía agencias, de los créditos.

Esquema 2. Transmisión de la política monetaria no convencional del BCE

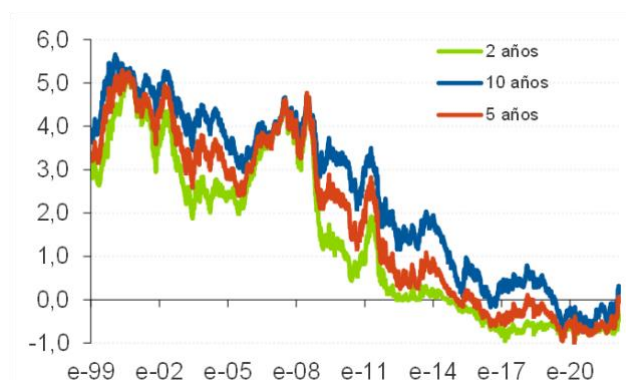
Fuente: Elaboración propia

4. Impacto en mercados financieros

Si en el apartado anterior se ha comentado brevemente cómo el aumento de la base monetaria se ha transformado en oferta monetaria vía crédito, a continuación, se hará un rápido repaso del impacto adicional que ha tenido en variables financieras: tipos de interés libres de riesgo, primas por riesgo y cotizaciones bursátiles. Es decir, cómo los mercados financieros han ejercido de transmisores del estímulo monetario.

4.1. Tipos de interés en mínimos

Uno de los aspectos más controvertidos de los últimos tiempos es la ausencia de correlación entre, por un lado, los tipos de interés y, por el otro, el crecimiento del PIB, la inflación y la deuda pública. En el gráfico 9 se puede observar la evolución de los tipos de interés de las referencias de deuda pública de Alemania. Más allá del repunte reciente, asociado al cambio en el discurso de ciertos miembros relevantes del Consejo de Gobierno del BCE¹⁹, está claro el nivel tan reducido de los tipos, incompatible con el escenario de crecimiento nominal del PIB previsto.

Gráfico 9. Evolución de los tipos de interés de la deuda pública de Alemania

Fuente: Bloomberg

En este sentido, resulta sorprendente que, en el momento actual, las expectativas de inflación para Alemania en los próximos 10 años (gráfico 10) se sitúen en la zona del 2,0 %. Si tenemos en cuenta que la TIR nominal es de apenas el 0,25 %, ¿significa eso que el tipo real esperado para la próxima década es del -1,75 %, es decir, una «recesión permanente»? Entendemos que no y que lo que sucede es que los tipos de interés nominales de la deuda pública han perdido su capacidad de reflejar las expectativas del mercado para el crecimiento del PIB y la inflación. Y ha sido así, precisamente, por la acción distorsionadora directa de los bancos centrales

¹⁸ Cano, David «La política monetaria (no convencional), clave para mitigar los efectos económicos del COVID-19.» Instituto Español de Estudios Estratégicos. 16 de abril de 2020.

http://www.ieee.es/contenido/noticias/2020/04/DIEEEO31_2020DAVCAN_monetaria.htm

¹⁹ Aunque corregido en gran medida tras el ataque a Ucrania por parte de Rusia.

(compra de bonos) e indirecta (financiación a bancos comerciales que adquieren bonos; esquema 2).

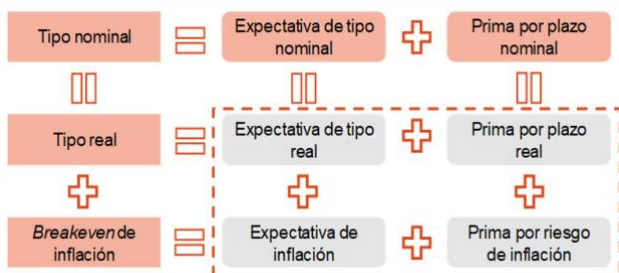
Gráfico 10. Evolución de las expectativas de inflación en Alemania a 10 años



Fuente: Bloomberg

En definitiva, la acción de los bancos centrales distorsiona los tipos de interés nominales en la gran mayoría de sus componentes (ver esquema 3).

Esquema 3. Descomposición teórica de los tipos de interés nominales



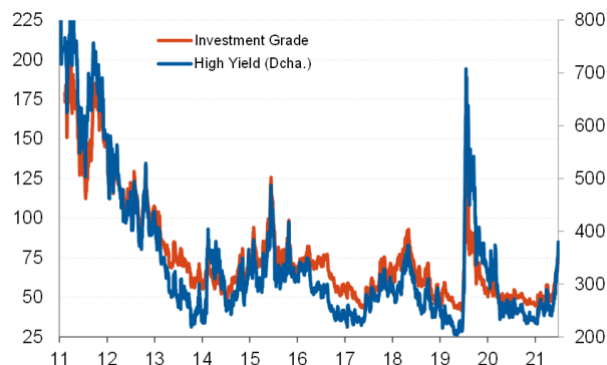
Fuente: Afi

4.2. Diferenciales crediticios

Las condiciones financieras muy expansivas se derivan también de unos diferenciales crediticios que se han mantenido en zona de mínimos históricos. Más allá del repunte inicial asociado al confinamiento (ver gráfico 11), las primas por riesgo dibujaron una relajación posterior gracias a la acción de los bancos centrales y, en el caso del BCE, vía CSPP. Aunque con este programa el BCE sólo adquiere bonos emitidos por empresas con una calificación crediticia «grado de inversión»²⁰, está claro que tiene efectos sobre las cotizaciones de los bonos «grado especulativo» dado que éstos experimentan un aumento de demanda por parte de los inversores en renta fija

que se ven «expulsados» tanto del segmento corporativo de mayor calidad crediticia como de la deuda pública.

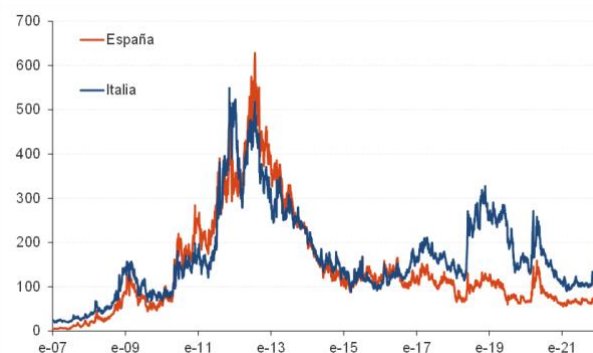
Gráfico 11. Evolución de los diferenciales de renta fija privada (en EUR)



Fuente: Bloomberg

En el estudio de la evolución de las primas por riesgo merece una atención especial la deuda pública de los países periféricos del área euro, sobre todo por la comparación que se debe realizar con lo vivido en la anterior crisis. Entonces asistimos a un importantísimo aumento que podía interpretarse como un indicador de riesgo de fragmentación del área euro. La prima de España e Italia a 10 años a 700 pb en julio de 2012 era una clara señal de que las probabilidades de ruptura de la UEM eran reales. Y lo eran porque el ajuste de sendas economías todavía no se había producido y porque desde el BCE se emitían señales, cuando menos contradictorias, sobre la intención de evitar la fragmentación de la UEM. Hoy la situación es bien diferente gracias a la actuación del BCE vía PSPP y vía PEPP, pero también al ajuste estructural, aunque incompleto, de estas economías²¹.

Gráfico 12. Evolución de la prima por riesgo de España e Italia a 10 años



Fuente: Bloomberg

²⁰ Es decir, con un rating igual o superior a BBB-

²¹ Escapa del alcance de este documento analizar la situación económica de España e Italia, pero la consecución de superávit por cuenta corriente en 2021 por octavo año

consecutivo (en la zona del 2 % del PIB) es un claro reflejo de mejora de la estructura económica de sendos países.

4.3. Cotizaciones bursátiles

Las cotizaciones bursátiles también se han visto condicionadas por la acción de los bancos centrales. Y ha sido así por el impacto que tiene sobre el precio el tipo de interés libre de riesgo que se utiliza como tasa de descuento²². Como es sabido, el precio de una acción es el valor actual de los flujos de caja que genera y, dado que estos son a largo plazo, tiene una elevada duración, esto es, presenta una importante variación ante un cambio en los tipos de interés que se utilizan en el factor de descuento. Así, se considera que la duración de una acción es 20 años por lo que un incremento o una reducción del tipo libre de riesgo de 100 pb provoca, *ceteris paribus* una cesión o una elevación, respectivamente, del 20 % de valor teórico de una acción. Luego, evidentemente, sobre la cotización influyen más factores, como cambios en las expectativas para los beneficios o en las primas por riesgo. Está claro que los bancos centrales, condicionando a la baja los tipos de interés libre de riesgo, pero también los *spreads*, han favorecido que el valor actual del conjunto de las acciones cotizadas sea superior. De esta forma, la política monetaria expansiva también se ha transmitido vía el mercado bursátil. Podría plantearse ampliar el esquema 2 con un cuarto canal («mercado bursátil») pero no lo consideramos adecuado ya que el BCE no compra acciones de forma directa. Su impacto sobre la valoración es indirecto vía tipos de interés, esto es, vía APP y PEPP, así como TLTRO III.

Gráfico 13. Evolución del MSCI ACWI

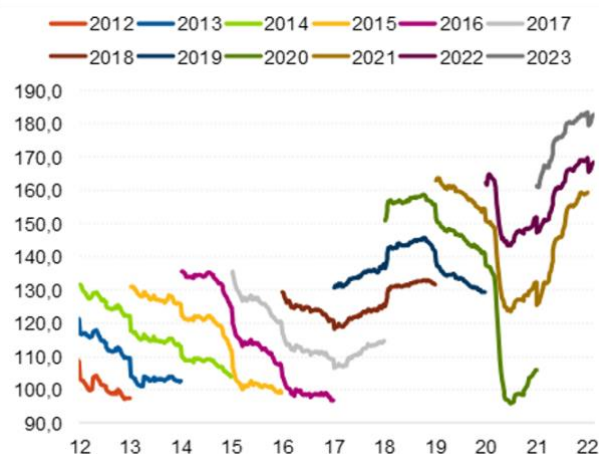


Fuente: Bloomberg

Pero a la hora de analizar la evolución de los precios de las acciones es necesario tener en cuenta el crecimiento de los beneficios empresariales, sobre todo porque en los últimos meses se ha observado un fuerte avance (gráfico 14). Así, 2021 se saldó con un aumento del 50 %, que más que compensó la caída del 15 % de 2020. En consecuencia, los beneficios empresariales se sitúan, a nivel global, en máximos históricos. Es relevante insistir en ello ya que tras la consecución de máximos en cotizaciones se puede encontrar, además del

apoyo de los bancos centrales, el efecto motor del beneficio por acción (BPA).

Gráfico 14. Evolución de las estimaciones de los beneficios (*)



(*) En puntos del índice MSCI World (compuesto por 1.539 compañías). Para calcular su valor en USD se debe multiplicar por (aproximadamente) 20.000 millones, que es el resultado de dividir el total de la capitalización (aprox. 60 billones de USD) entre el nivel del índice (3.000 puntos). El nivel actual del total de beneficios anuales es del orden de 3,2 billones de USD, esto es un PER de 18,5x.

Fuente: Bloomberg

Por ello, en 2021 se ha producido un fenómeno inédito: una caída del PER a pesar de la importante revalorización de los índices (ver gráfico 15). El aumento del BPA del 50 % permitió una caída del PER de 20x a 17x a pesar de la revalorización del 18 % de las cotizaciones.

Gráfico 15. Evolución del PER



Fuente: Bloomberg

²² Se explica con más detalle en Cano (2021).

Nunca antes habíamos asistido a un fenómeno tan marcado (alzas de los precios tan importantes siempre venían asociadas a un aumento del PER) lo que sin duda es muy relevante. Y lo es, de forma adicional, porque el ratio de valoración partía de una cota claramente por encima de la media. Por lo tanto, tras la fuerte revalorización de las bolsas no sólo han estado los bancos centrales, sino también los BPA. Ahora bien, las condiciones monetarias expansivas y los tipos bajos han podido tener un elemento de presión al alza adicional en las cotizaciones, ya que los tipos de interés a largo plazo tan reducidos llevan a los inversores a pagar un mayor múltiplo por un activo que se percibe que puede generar un mayor retorno relativo (frente a los bonos) a medio plazo.

En conclusión, la política monetaria expansiva también ha contribuido a un aumento de las cotizaciones bursátiles ante el impacto que tiene en el valor actual una cesión de la tasa de descuento. Además, la existencia de tipos de interés en mínimos ha derivado en la disposición de los agentes a pagar un mayor PER (y, desde luego, mayor que la media histórica). A este elemento se le podría sumar la percepción de un mayor crecimiento futuro del BPA que el histórico. Nos referimos al hecho de que hoy la composición sectorial de los índices es diferente a la de hace dos o tres décadas. Entonces, eran los sectores mayoritarios como el bancario o el petróleo, para los que el potencial para el aumento del beneficio a largo plazo era inferior al que en la actualidad se puede contemplar para el principal sector: la tecnología²³. No es lo mismo pagar, por ejemplo, un PER 16x para un crecimiento a perpetuidad del BPA del 4 % (el PEG, esto es, el PER dividido entre el crecimiento esperado del BPA, es de 4x) que para uno del 8 % (el PEG es de 2x). Si con la composición actual de los índices (con más tecnología) se percibe un mayor potencial de crecimiento a perpetuidad, se estará dispuesto a pagar más PER, a pesar de lo cual se podría estar pagando menos PEG. En definitiva, un PER actual de 18x puede que no implique necesariamente ser más caro que un PER 16x. La clave está en la diferente composición sectorial y, en consecuencia, en el potencial del crecimiento a largo plazo del BPA.

Conclusiones

La pandemia COVID ha provocado una de las más importantes recesiones de la economía mundial y, si tenemos en cuenta el corto período de tiempo (apenas dos meses) podemos decir que es la más severa. Otro de los elementos diferenciales es que estuvo provocada por la acción de las autoridades al imponer los criterios sanitarios a los económicos. Ahora bien, gracias a, entre otros motivos, la acción de la política monetaria y fiscal, tremendamente expansiva (junto con el carácter coyuntural de los confinamientos, el desarrollo de las vacunas o el despliegue de las capacidades tecnológicas),

la recuperación ha sido también muy dinámica, más de lo que se podía esperar hace ahora dos años. Pero la recuperación ha sido asimétrica, al haber exigido más tiempo (un año y medio) que la caída (dos meses) y desigual por países: mejor balance en EE. UU. y en China que en Japón o la UEM (y, dentro de ésta, también con diferencias entre países).

Junto con el impacto en la evolución del PIB y la inflación, es obvio que la política monetaria expansiva ha influido sobre los tipos de interés, ejerciendo un factor depresor de elevada magnitud. Así, la fuerte creación de base monetaria de los bancos centrales ha deprimido la TIR de las referencias de deuda pública, a pesar de los abultados déficits públicos de 2020 y 2021 que han derivado en un muy elevado nivel de deuda pública sobre el PIB. Pero las políticas monetarias expansivas también han servido para que las primas por riesgo hayan permanecido en cotas inferiores a lo que justificarían los fundamentales.

Por último, aunque tras la fuerte recuperación de las bolsas podemos encontrar como principal motor el fuerte crecimiento de los beneficios empresariales, está también claro que los estímulos monetarios condicionan «aceptar» un PER por encima de las medias históricas, con el efecto al alza que tiene en las cotizaciones de las acciones. En los próximos meses uno de los principales retos va a ser cómo la economía mundial y los mercados financieros absorberán el proceso de endurecimiento de las condiciones monetarias tanto en precio (subida de tipos de interés de referencia) como en cantidad (reducción del tamaño del balance de los bancos centrales). Este es el reto, que será doble. Por un lado, anticipar cuál puede ser el ritmo de las subidas de tipos de interés y de la reducción de la base monetaria. El caso más claro podría ser el de la Fed: aumento de tipos hasta el 2,5 % en 2 años y eliminación de todo el incremento del balance en los próximos 5 años. Pero es obvio que ahora, en plena guerra en Ucrania, se elevan las incertidumbres sobre qué hará aquel banco central. Más visibilidad podemos tener en el caso del BCE donde no parece probable ni un alza de tipos ni una reducción del balance en los próximos 12 meses. El otro reto, incluso acertando las decisiones de los bancos centrales, será anticipar cuál puede ser la reacción de las cotizaciones de los activos libre de riesgo, de los diferenciales crediticios y de las acciones. Mucho me temo que cualquier ejercicio de anticipación está sujeto a elevadas dosis de incertidumbre. Como era el caso hace dos años con la pandemia. Ojalá dentro de 2 tengamos la capacidad de poder hacer un análisis y una valoración de la *exit strategy* de los bancos centrales. Si se produce creo que será porque el balance económico de la nueva crisis que se avecina será positivo.

²³ Un sector que hace dos décadas sufría pérdidas.

Bibliografía

- Altavilla, C, Lemke, W. Linzert T. Taping, J y von Landesberger, J. «Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014». Occasional Paper Series. BCE. Diciembre de 2021.
- Amor Alameda, JM. «Revisión de la estrategia de política monetaria del BCE». Blog de Afi Inversiones Globales, SGIIC. 12 de julio de 2021.
- Cano Martínez, David. «De las TLTRO puente a la cuarta TLTRO III». Blog de Afi Inversiones Globales, SGIIC. 19 de junio de 2020.
- Cano Martínez, David. «Peltros». Blog de Afi Inversiones Globales, SGIIC. 9 de diciembre de 2020.
- Cano, Martínez David. «Los mercados financieros tras la pandemia». Papeles de Economía Española. 170. Pág. 110-124. Diciembre de 2021.
- Cano, David. «2021: Un año muy positivo para el riesgo». Blog de Afi Inversiones Globales, SGIIC. 4 de enero de 2022.
- FMI. «Fiscal Monitor». Octubre de 2021.
- MSCI World Index. 28 de febrero de 2022. <https://www.msci.com/documents/10199/178e6643-6ae6-47b9-82be-e1fc565ededb>

Sobre el autor:

David Cano Martínez. Socio de AFI y Director de AFI Inversiones Globales, SGIIC.

Otras publicaciones ODF

Mar	2022	DT	Retos y oportunidades del estrés climático de la banca europea	Francisco del Olmo García y Fernando Rojas Traverso
Feb	2022	NT	Criptoactivos: un nuevo activo de inversión	Carlos de Fuenmayor
Dic	2021	DT	Bonos contingentes convertibles (Coco): de Basilea III a la transición sostenible	Arturo Zamarriego Muñoz
Nov	2021	NT	Special Purpose Acquisition Company (SPAC)	Carlos de Fuenmayor
Oct	2021	DT	Sostenibilidad de la deuda: geometría y límites difusos	Daniel Suárez Montes
Set	2021	NT	Bonos Sociales: Financiando la equidad	Julián Romero Zarco
Set	2021	DT	El imprescindible papel de las agencias de rating en el viraje hacia la sostenibilidad	Antonio Madera del Pozo
Jul	2021	NT	Measuring and targeting systemic cyclical risks – the Countercyclical Capital Buffer	Sofía Velasco
Jun	2021	NT	El Sandbox regulatori: És una oportunitat d'apropar el sector al regulador mitjançant la digitalització?	Pablo Domenech
May	2021	DT	Comportament diferencial en mercats de capital d'empreses sostenibles. Una mirada a les empreses emissores de bons verds	Jorge Sanz González
Abr	2021	NT	Carteres òptimes alternatives a la de mínima volatilitat de Markowitz	Laura Valls Sanchis
Feb	2021	DT	Megatendències i temàtiques en carteres de renda variable	David Cano y Francisco Lomba
Feb	2021	DT	Riscos relacionats amb el clima i mediambientals: una introducció a les expectatives supervisors i al risc	Arturo Fraile Izquierdo
Nov	2020	NT	Nuevos indicadores económicos para una nueva era	Diego Isabel La Moneda
Oct	2020	NT	Aspectos legales de las ISR a las entidades de capital de riesgo	Alex Plana Paluzie
Jul	2020	NT	Dark Pools and High Frequency Trading: A Brief Note	Anna Bayona
Jun	2020	DT	Los emisores soberanos ante la revolución sostenible	Andrés Alonso
Jun	2020	NT	El impuesto español sobre transacciones financieras, una medida alejada de la Tasa Tobin	Jordi Pey Nadal
May	2020	DT	¿Cómo valorar una start-up y qué métodos de valoración son más adecuados?	Roger Martí Bosch
Mar	2020	NT	Libra: ¿La moneda que puede cambiar el futuro del dinero?	Miguel otero Iglesias
Dic	2019	NT	¿Cómo puede un inversor particular implementar una estrategia sencilla y barata en factores? ¿Qué puede esperar de ella?	Ferran Capella Martínez
Dic	2019	DT	Una nota sobre la valoración de cross currency swaps	Lluís Navarro i Girbés
Nov	2019	DT	Criptoactivos: naturaleza, regulación y perspectivas	Víctor Rodríguez Quejido
Oct	2019	NT	¿Qué valor aportan al asesoramiento financiero los principales insights puestos de manifiesto por la behavioral economics?	Óscar de la Mata Guerrero
Jul	2019	NT	El MARF y su positivo impacto en el mercado financiero actual	Aitor Sanjuan Sanz
Jun	2019	NT	Las STO: ¿puede una empresa financiarse emitiendo tokens de forma regulada?	Xavier Foz Giralt
Abr	2019	NT	Criterios de selección para formar una cartera de inversión basada en empresas del Mercado Alternativo Bursátil (MAB)	Josep Anglada Salarich
Mar	2019	DT	Limitaciones del blockchain en contratación y propiedad	Benito Arruñada
Feb	2019	NT	MREL y las nuevas reglas de juego para la resolución de entidades bancarias	Francisco de Borja Lamas Peña
Dic	2018	DT	Principios éticos en el mundo financiero	Antonio Argandoña y Luís Torras

Nov	2018	NT	Inversión socialmente responsable 2.0. De la exclusión a la integración	Xosé Garrido
Nov	2018	NT	Transformación de los canales de intermediación del ahorro. El papel de las fintech. Una especial consideración a los <<robo advisors>>	David Cano Martínez
Oct	2018	DT	La Crisis Financiera 2007-2017	Aristóbulo de Juan
Jul	2018	NT	Evolución del Equity Crowdfunding en España, 2011-2017	Marc Montemar Parejo y Helena Benito Mundet
Jul	2018	NT	Demografía, riesgo y perfil inversor. Análisis del caso español	Javier Santacruz Cano
Jun	2018	NT	Gestión financiera del riesgo climático, un gran desconocido para las las empresas españolas	Ernesto Akerman Brugés
May	2018	NT	Las SOCIMI: ¿Por qué se han convertido en el vehículo estrella del sector inmobiliario?	Pablo Domenech
Mar	2018	NT	Desequilibrios recientes en TARGET2 y sus consecuencias en la balanza por cuenta corriente	Eduardo Naranjo
Ene	2018	NT	La Segunda Directiva de Servicios de Pago y sus impactos en el mercado	Javier Santamaría
Dic	2017	DT	“Factor investing”, el nuevo paradigma de la inversión	César Muro Esteban
Nov	2017	NT	La implantación de IFRS9, el próximo reto de la banca europea	Francisco José Alcalá Vicente
Oct	2017	NT	El Marketplace Lending: una nueva clase de activo de inversión	Eloi Noya
Oct	2017	NT	Prácticas de buen gobierno corporativo y los inversores institucionales	Alex Bardají
Set	2017	NT	El proceso de fundrasing: Como atraer inversores para tu Startup	Ramón Morera Asiain
Jun	2017	NT	Clases de ETF según su método de réplica de benchmarks y principales riesgos a los que están sujetos los inversores, con especial foco en el riesgo de liquidez	Josep bayarri Pitchot
May	2017	NT	Las consecuencias económicas de Trump. Análisis tras los cien primeros días	L.B. De Quirós y J. Santacruz
Mar	2017	DT	Indicadores de coyuntura en un nuevo entono económico	Ramon Alfonso
Ene	2017	NT	La protección del inversor en las plataformas de crowdfunding vs productos de banca tradicional	Álex Plana y Miguel Lobón
Oct	2016	NT	Basilea III y los activos por impuestos diferidos	Santiago Beltrán
Sep	2016	DT	El Venture Capital como instrumento de desarrollo económico	Ferran Lemus
Jul	2016	DT	MAB: una alternativa de financiación en consolidación	Jordi Rovira
Jun	2016	NT	Brasil, un país de futuro incierto	Carlos Malamud
May	2016	DT	La evolución de la estrategia inversora de los Fondos Soberanos de Inversión	Eszter Wirth
Abr	2016	DT	Shadow Banking: Money markets odd relationship with the law	David Ramos Muñoz
Mar	2016	DT	El papel de la OPEP ante los retos de la Nueva Economía del Petróleo	José MªMartín-Moreno
Feb	2016	NT	Guerra de divisas: los límites de los tipos de cambio como herramienta de política económica. Un análisis a partir de los ICM	David Cano
Ene	2016	DT	1+1=3 El poder de la demografía. UE, Brasil y México (1990-2010): demografía, evolución socioeconómica y consecuentes oportunidades de inversión	Pere Ventura Genescà
Nov	2015	DT	¿Un reto a las crisis financieras? Políticas macroprudenciales	Pablo Martínez Casas
Oct	2015	NT	Revitalizando el mercado de titulaciones en Europa	Rosa Gómez Churrua y Olga I.Cerqueira de Gouveia
Abr	2015	NT	Ganancias de competitividad y deflación es España	Miguel Cardoso Lecourtois
Ene	2015	DT	Mercado energético mundial: desarrollos recientes e implicaciones geoestratégicas	Josep M. Villarrúbia
Dic	2014	DT	China's debt problem: How worrisome and how to deal with it?	Alicia García y Le Xía
Nov	2014	NT	Crowdequity y crowdlending: ¿fuentes de financiación con futuro?	Pilar de Torres

Oct	2014	NT	El bitcoin y su posible impacto en los mercados	Guillem Cullerés
Sep	2014	NT	Regulación EMIR y su impacto en la transformación del negocio de los derivados OTC	Enric Ollé
Mar	2014	DT	Finanzas islámicas: ¿Cuál es el interés para Europa?	Celia de Anca
Dic	2013	DT	Demografía y demanda de vivienda: ¿En qué países hay un futuro mejor para la construcción?	José María Raya
Nov	2013	DT	El mercado interbancario en tiempos de crisis: ¿Las cámaras de compensación son la solución?	Xavier Combis
Sep	2013	DT	CVA, DVA y FVA: impacto del riesgo de contrapartida en la valoración de los derivados OTC	Edmond Aragall
May	2013	DT	La fiscalidad de la vivienda: una comparativa internacional	José María Raya
Abr	2013	NT	Introducción al mercado de derivados sobre inflación	Raúl Gallardo
Abr	2013	NT	Internacionalización del RMB: ¿Por qué está ocurriendo y cuáles son las oportunidades?	Alicia García Herrero
Feb	2013	DT	Después del dólar: la posibilidad de un futuro dorado	Philipp Bagus
Nov	2012	NT	Brent Blend, WTI... ¿ha llegado el momento de pensar en un nuevo petróleo de referencia a nivel global?	José M.Domènech
Oct	2012	L	Arquitectura financiera internacional y europea	Anton Gasol
Sep	2012	DT	El papel de la inmigración en la economía española	Dirk Godenau
Jun	2012	DT	Una aproximación al impacto económico de la recuperación de la deducción por la compra de la vivienda habitual en el IRPF	José María Raya
Abr	2012	NT	Los entresijos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)	Ignacio Fernández
Mar	2012	M	La ecuación general de capitalización y los factores de capitalización unitarios: una aplicación del análisis de datos funcionales	César Villazon y Lina Salou
Dic	2011	NT	La inversión socialmente responsable. Situación actual en España	Mª Ángeles Fernández Izquierdo
Dic	2011	NT	Relaciones de agencia e inversores internacionales	Aingeru Sorarrin y Olga del Orden
Oct	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent
Jun	2011	DT	Derivados sobre índices inmobiliarios. Características y estrategias	Rafael Hurtado
May	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent
Mar	2011	NT	Tierras raras: su escasez e implicaciones bursátiles	Alejandro Scherk
Dic	2010	NT	Opciones reales y flujo de caja descontado: ¿Cuándo utilizarlos?	Juan Mascareñas y Marcelo Leporati
Nov	2010	NT	Cuando las ventajas de TIPS son superada por las desventajas: el caso argentino	M. Belén Guercio
Oct	2010	DT	Introducción a los derivados sobre volatilidad: definición, valoración y cobertura estática	Jordi Planagumà
Jun	2010	DT	Alternativas para la generación de escenarios para el stress testing de carteras de riesgo de crédito	Antoni Vidiella
Mar	2010	NT	La reforma de la regulación del sistema financiero internacional	Joaquín Pascual Cañero
Feb	2010	NT	Implicaciones del nuevo Real Decreto 3/2009 en la dinamización del crédito	M. Elisa Escolà y Juan Carlos Giménez
Feb	2010	NT	Diferencias internacionales de valoración de activos financieros	Margarita Torrent
Ene	2010	DT	Heterodoxia Monetaria: la gestión del balance de los bancos centrales en tiempos de crisis	David Martínez Turégano
Ene	2010	DT	La morosidad de banco y cajas: tasa de morosidad y canje de créditos por activos inmobiliarios	Margarita Torrent
Nov	2009	DT	Análisis del TED spread la transcendencia del riesgo de liquidez	Raül Martínez Buixeda