

**D**UBLÍN – Las políticas poco convencionales de los bancos centrales sin duda rescataron a los mercados financieros en 2020 cuando la pandemia del COVID-19 estaba en su pico. Pero esas acciones ahora hacen que los bancos centrales estén estrechamente relacionados con los mercados de crédito, y que los participantes del mercado dependan de su respaldo como nunca antes.

Desde una perspectiva del mercado de crédito, esto representa un callejón sin salida tanto para los bancos centrales como para los inversores. ¿Cómo pueden los bancos centrales seguir respaldando la recuperación económica y a la vez desarrollar una estrategia de salida que no mine la estabilidad del mercado? ¿Y cómo reaccionarán los inversores, que valoran la estabilidad pero que también buscan rendimientos más altos, si los responsables de las políticas monetarias se rehúsan a ofrecer un respaldo directo al mercado?

Considerando las bajas tasas de interés durante gran parte de la última década, era evidente desde el inicio de la crisis del Covid-19 que los bancos centrales tenían poco espacio de maniobra con las herramientas de políticas convencionales. Tendrían que inclinarse aún más por medidas poco convencionales, incluyendo iniciar o extender programas de compras de activos corporativos. En el caso de la Reserva Federal, el anuncio de esas medidas durante 2020 coincidió con un diferencial récord de los bonos corporativos de grado de inversión.

"Coincidió" es la palabra clave aquí. No resulta claro si estas acciones significan que las herramientas convencionales ahora son menos efectivas a la hora de restablecer la confianza del mercado en tiempos de estrés, o si la naturaleza idiosincrática de la pandemia exigía un golpe de precisión de respaldo al sector corporativo particularmente vulnerable.

El uso generalizado de programas de compra de activos bien podría haber sido la última en una larga lista de medidas que finalmente lograron controlar el estrés del mercado. O podría representar una recalibración de cuán activos y enérgicos tienen que ser los bancos centrales en una crisis. Como mínimo, el nuevo precedente que han sentado sus acciones extremas en términos de expectativas de mercado será difícil de ignorar en períodos de estrés en el futuro.

Las acciones de los bancos centrales, junto con el respaldo fiscal sin precedentes de los gobiernos, restablecieron la estabilidad financiera en 2020. También, indirectamente, alimentaron una emisión récord de bonos corporativos y una caída del 60% en los diferenciales de los bonos corporativos de grado de inversión respecto de sus picos de marzo.

Este restablecimiento de la estabilidad se consiguió con mucho esfuerzo, que exigió un amplio alivio cuantitativo (QE) e intervenciones nuevas o extendidas, particularmente en los mercados de crédito corporativo. A través de una combinación de fijación de tasas, financiación y QE generalizado, los bancos centrales ahora desempeñan un papel más esencial que en el pasado.

¿Pero cuál es su plan a largo plazo? Los

# El dilema de la retirada de estímulos de los bancos centrales

● Los bancos centrales claramente no son responsables de las decisiones de inversión de hoy, pero cuanto más tiempo dure el respaldo del mercado, más riesgosa se puede volver la búsqueda de rendimiento.



bancos centrales podrían mantener el QE, como ha sugerido la Fed y como ha hecho el Banco Central Europeo (BCE) en el pasado, pero un QE prolongado puede ser difícil de revertir y podría mantener las tasas de interés más bajas de lo que estarían de no ser por eso. Alternativamente, pueden querer revertir el QE, lo cual exigiría un delicado equilibrio y una comunicación clara para no inquietar a los participantes del mercado todavía conscientes de la retirada de estímulos de 2013, una venta ocasionada por las señales de la

Fed de que reduciría las compras de activos mensuales.

La tarea que enfrentan los responsables de las políticas monetarias es aún más complicada debido a la continua necesidad de respaldar la recuperación económica. Se pronosticó que la deuda global alcanzaría un pico del 267% del PIB a fines de 2020 y que se mantendría elevada mientras los gobiernos sigan emitiendo deuda para financiar medidas de recuperación críticas. Los bancos centrales han sido un inversor fundamental en

muchas transacciones, al ofrecerles a los gobiernos y (en menor medida) a las empresas corporativas la certeza de un financiamiento a bajo costo.

Como es poco probable que las compras de deuda soberana por parte de los bancos centrales sufran alteraciones en el mediano plazo, sus tenencias aumentarán aún más. En Europa, el stock de bonos gubernamentales de largo plazo pendientes ha aumentado alrededor del 25% desde 2015, pero el capital flotante, o una porción públicamente negociable, ha caído, debido al marcado incremento de las tenencias de bonos del BCE.

Si bien el BCE no comenzará de repente a vender su cartera sustancial, provocando una caída de los precios, la titularidad de bonos concentrada podría afectar negativamente la estructura y la liquidez del mercado. Esto ya es evidente en el mercado de bonos garantizados europeos, donde el BCE ahora tiene alrededor de un tercio de todos los bonos elegibles pendientes. Un capital flotante de mercado menor podría reducir la cantidad de inversores activos, aumentar la volatilidad y reducir la determinación de precios en futuros períodos de estrés. En consecuencia, probablemente surja un verdadero panorama de las condiciones de liquidez y de financiamiento en ciertos mercados sólo si los bancos centrales comienzan a reducir sus carteras.

Los inversores globales se han beneficiado de la estabilización de los mercados de crédito por parte de los bancos centrales, y hasta la fecha se han producido menos defaults relacionados con la pandemia de los que muchos participantes temían en un principio. Pero las tasas de interés bajas y un estímulo monetario sostenido han hecho que a los inversores en renta fija les resultara difícil generar los rendimientos previstos, considerando que aproximadamente el 90% de las operaciones de bonos globales se negociaban a un rendimiento por debajo del 2% a fines de 2020. El incremento reciente de la curva de rendimiento ha ofrecido cierto respiro, pero el respaldo de los bancos centrales sigue siendo fundamental para la recuperación económica global —y cuanto más tiempo perdure, más probabilidades existen de que ponga en peligro los retornos de renta fija.

Los menores retornos de renta fija tienen consecuencias obvias para los fondos de pensión y para los futuros jubilados, mientras que los inversores también buscan rendimientos más altos al asumir riesgos nuevos y de mayor duración, o mayores riesgos de crédito, lo cual podría terminar desestabilizando el sistema que los bancos centrales se esforzaron tanto por proteger. La emisión de préstamos apalancados por parte de deudores clasificados como B- ha aumentado hasta un pico histórico, según un informe de febrero de S&P Global Market Intelligence, mientras que los costos de endeudamiento han caído a su punto más bajo desde la crisis financiera global de 2008.

Los bancos centrales claramente no son responsables de las decisiones de inversión de hoy, pero cuanto más tiempo dure el respaldo del mercado, más riesgosa se puede volver la búsqueda de rendimiento. Los responsables de las políticas monetarias y los inversores de crédito enfrentan un dilema poco envidiable.

## Los autores



Patrick Drury Byrne es director senior y líder sectorial de práctica cruzada en S&P Global Ratings.



Sylvain Broyer es economista jefe para Europa, Oriente Medio y África en S&P Global Ratings.



Copyright:  
Project  
Syndicate,  
2020



www.  
projectsyndicate  
.org

EL ECONOMISTA

JUEVES  
25 de marzo  
del 2021