

## ¿HAY UNA BURBUJA EN LOS MERCADOS DE ACTIVOS?

### ADRIANA ARREZA

Directora de estudios macroeconómicos en el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF)

Las elevadas valoraciones que acumulan tanto los bonos como las acciones de las economías avanzadas, particularmente en EEUU, podrían apuntar la gestación de una nueva burbuja financiera. El auge en los precios de los activos pareciera no tener un claro correlato con el tibio desempeño de las economías avanzadas.

Varias señales encienden las alertas entre las autoridades monetarias. Primero, si bien las empresas en EEUU vienen reportando sólidos resultados en los últimos trimestres, el precio de las acciones se ubicaría muy por encima de lo que históricamente podría explicarse por el comportamiento de las ganancias. En efecto, el Indicador de Shiller (*ratio* del precio de las acciones con respecto al promedio móvil de las ganancias) apunta a valoraciones históricamente elevadas, apenas superadas por la crisis de los años veinte y la burbuja de las dot.com. En segundo lugar, si bien las tasas reales de interés vienen declinando secularmente en las últimas décadas, el rendimiento de los bonos también se encuentra en niveles históricamente bajos. Por último, la volatilidad también permanece en mínimos históricos, a pesar de la incertidumbre que persiste sobre las políticas económicas en EEUU, especialmente. En ese sentido, los retornos promedio ajustados por riesgo (Indicador de Sharpe), apuntan a valoraciones elevadas en todos los mercados, incluyendo los emergentes.

En un entorno de abundante liquidez, cuyo fin no luce tan inminente (la FED seguirá tomando con calma el proceso de normalización monetaria y la reducción de la hoja de balance será gradual, mientras que el BCE y el BdE continuarán con una política expansiva por unos años más), los inversionistas parecen seguir en modo a la caza de rendimientos. Aun en este contexto se han saboreado episodios de volatilidad. Siguiendo el resultado de las elecciones en EEUU el pasado noviembre, los mercados de valores treparon ante la expectativa de un importante estímulo fiscal

en EEUU, mientras que algunos mercados emergentes, particularmente México, retrocedieron. La volatilidad también aumentó en los mercados en torno a episodios políticos en Europa como el referéndum del *Brexit* o las elecciones en Francia.

Los mercados se sacudieron a los efectos de estos eventos rápidamente, sin mayores efectos reales de más largo aliento sobre los mercados emergentes, y la volatilidad continúa en mínimos históricos. Considerando, además, que las acciones de los bancos centrales han tenido el propósito también de estabilizar los mercados, la baja volatilidad es en realidad un resultado esperado. ¿Es todo esto consecuencia de las políticas laxas de los bancos centrales en las economías avanzadas? No por completo.

En primer lugar, como se mencionó anteriormente, las tasas reales de interés vienen cayendo desde hace varias décadas. Al menos observacionalmente, esto no es incompatible con la hipótesis del estancamiento secular. En ese sentido, las tasas de interés nominales consistentes con un estímulo monetario tenderían a ser más bajas que en el pasado, por lo que las posturas monetarias podrían estar más cercanas a la neutralidad de lo que se piensa. En segundo lugar, parte de las ganancias del sector corporativo en EEUU no se han destinado a la inversión productiva. Un sector tradicionalmente se endeuda para invertir en expandir su capacidad productiva; ahora acumula ahorros que invierte en los mercados de activos. Si bien estos excedentes se han estrechado en los últimos dos años, no se han disipado. Además, aunque en menor medida que hace una década, las economías emergentes que acumulan reservas producto de superávits en sus cuentas corrientes, siguen invirtiéndolas en títulos de bajo riesgo en las economías avanzadas. Algo queda entonces del llamado *savings glut* o “excedente de ahorro” que aplana la curva de rendimientos.

Pero independientemente de cuánto de la abundancia de liquidez global pueda achacarse a las políticas monetarias de las economías avanzadas, el comportamiento benigno frente al riesgo en los mercados entraña riesgos de correcciones con efectos más persistentes, precisamente ante “accidentes de liquidez” derivados de un endurecimiento de las políticas monetarias más rápido o pronunciado de lo esperado.

Cuando las tasas de interés permanecen bajas durante mucho tiempo, la asignación de recursos tiende a volverse menos eficiente. Los inversionistas se tornan más complacientes con el riesgo y la discriminación entre fundamentos idiosincráticos y las dinámicas globales se hacen difusas. En consecuencia, se observan aumentos en las correlaciones entre todos los activos que hablan de las dificultades de diversificar y alertan sobre posibles correcciones. Las miradas seguirán centradas, al menos en los próximos meses, en las manos de Yellen y en la posibilidad de pinchar lo que algunos ya califican de burbuja.

