

El coronavirus contagia a los mercados y la política monetaria actúa de urgencia

La emergencia sanitaria de la COVID-19, inicialmente concentrada en China, se ha metamorfoseado en una crisis global que está paralizando la economía mundial. Los indicadores de actividad que recogen este giro del escenario todavía son escasos, pero sus efectos han sido muy palpables en el desempeño de los mercados financieros. Los inversores han sufrido un repunte muy abrupto y severo de la aversión al riesgo y de la volatilidad (véase el primer gráfico), que ha desembocado en desplomes históricos de las bolsas y de las materias primas, repuntes de las primas de riesgo (especialmente las corporativas y las de las economías emergentes, donde también se han producido fugas de capital) y un tensionamiento generalizado de las condiciones financieras. Frente a ello, los principales bancos centrales han actuado con rapidez y contundencia, garantizando la abundancia de liquidez y el acceso favorable al crédito, y anclando un entorno de bajos tipos de interés.

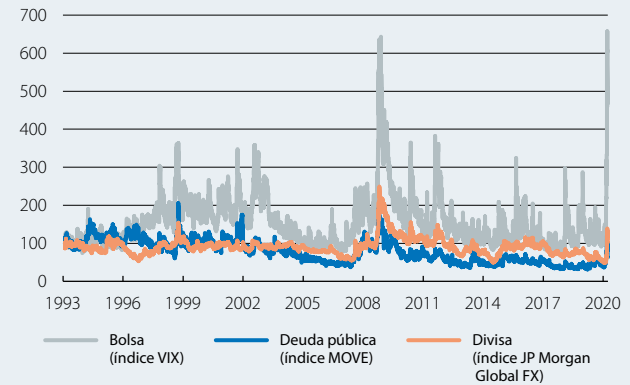
Los mercados cotizan una recesión global

El desplome histórico de las bolsas es la manifestación más llamativa del cambio de escenario económico. Desde mediados de febrero, los principales parques bursátiles del mundo han sufrido las mayores caídas en muchos años y, a finales de marzo, los índices de referencia acumulaban pérdidas cercanas al 30% tanto en EE. UU. como en Europa. Asimismo, la debilidad se ha transmitido de manera parecida a todos los sectores (con retrocesos del 20%-30%), salvo en el energético (penalizada también por el desplome del petróleo, la cotización bursátil del sector perdía cerca de un 50% en EE. UU.) y el sector sanitario (con pérdidas algo inferiores al 20%). Además, la velocidad de la corrección ha sido especialmente notable. Si bien en la recesión de 2008-2009 las pérdidas acumuladas se acercaron al 60%, se tardó un año y medio en bajar a esta cota. Ahora, en cambio, hace menos de dos meses que empezó la corrección y ya han tenido lugar las sesiones de mayor volatilidad de las últimas décadas, tanto en negativo como en positivo: en EE. UU. no se veían pérdidas diarias tan grandes desde 1987 y, en las últimas semanas de marzo, los anuncios de medidas económicas para acomodar el impacto de la COVID-19 provocaron rebotes diarios cercanos al 10%.

La bolsa de China, sin embargo, ha estado relativamente aislada de las últimas turbulencias: sus pérdidas acumuladas en lo que va de año no llegan al 10% (en el resto de grandes parques superan el 20%) y, en el último mes, el retroceso apenas llega al 3%. Este mejor desempeño parece reflejar una combinación de factores. Por un lado, el país ya se encuentra en la fase de recuperación de la COVID-19, y se esperan medidas contundentes para apoyar la reactivación económica. Por otro lado, las ratios de valoración bursátiles partían de niveles menos elevados (especialmente respecto a EE. UU.). Además, distintos movimientos de mercado (como el mejor desempeño de las cotizaciones de empresas *blue chip* y un mayor apalancamiento) también apuntan al respaldo de las autoridades y a una mayor toma de riesgos.

Volatilidad implícita en los mercados financieros

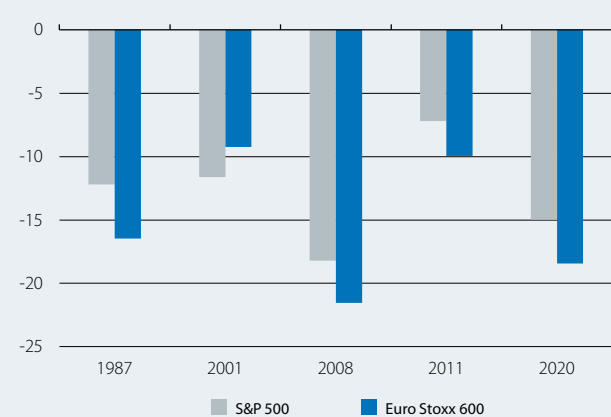
Índice (100 = enero 1993)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Mayores caídas bursátiles en una semana

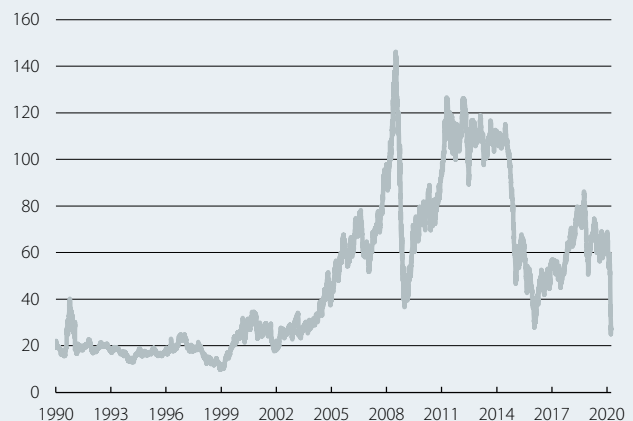
Variación acumulada (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Precio del petróleo Brent

(Dólares por barril)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

La paralización de la actividad se evidencia en los mercados de materias primas, como reflejan los índices de precios agregados, como el de Bloomberg o el de Thomson Reuters, que muestran caídas de entre el 20% y el 30% en lo que va de año. Estas se observan en los precios de los metales industriales (con retrocesos del 20%), como el cobre o el aluminio. Pero el hundimiento ha sido especialmente brusco en el precio del petróleo: el barril de Brent se ha desplomado hasta los 20-25 dólares, un nivel inusitadamente bajo en el siglo XXI (véase el tercer gráfico) y que refleja una caída de casi el 70% respecto a los 60 dólares que registraba a principios de año. Una de las causas es el impacto inevitable y especialmente severo de las medidas de confinamiento sobre la demanda de combustibles. Pero a la congelación de la demanda se le ha sumado, por el lado de la oferta, una guerra de precios entre los países de la OPEP y aliados como Rusia. Este grupo, conocido como OPEP+, rompió a principios de marzo las negociaciones para prolongar los recortes sobre la producción de crudo (vigentes desde 2016) y el mercado sufrió su mayor caída diaria desde 1991 (con la Guerra del Golfo). No obstante, a medio plazo, los precios necesarios para cubrir las necesidades fiscales de Rusia y Arabia Saudí (alrededor de los 40 y 50 dólares) y la reactivación de la economía mundial deberían apoyar una recuperación del petróleo, aunque los bajos niveles pueden persistir mientras se mantengan la parálisis de la economía mundial y el interés de algunos miembros de la OPEP+ para sacar del mercado a los productores de *shale* de EE. UU.¹

La COVID-19 también hunde los tipos de interés, hasta el punto de que a principios de marzo los tipos de la deuda soberana de Alemania y EE. UU. a 10 años marcaron mínimos históricos (intrada: -0,89% y 0,33%, respectivamente). Tanto la aversión al riesgo como la expectativa de una reacción acomodaticia y contundente por parte de los bancos centrales explican el retroceso de estos activos que desempeñan un papel de refugio. Sin embargo, a lo largo de marzo, y a medida que se hacía patente la necesidad de que la política fiscal lidere la lucha contra la COVID-19, la expectativa de unas mayores necesidades de financiación por parte del sector público contribuyó a atenuar las caídas de los tipos de interés (véase el cuarto gráfico).

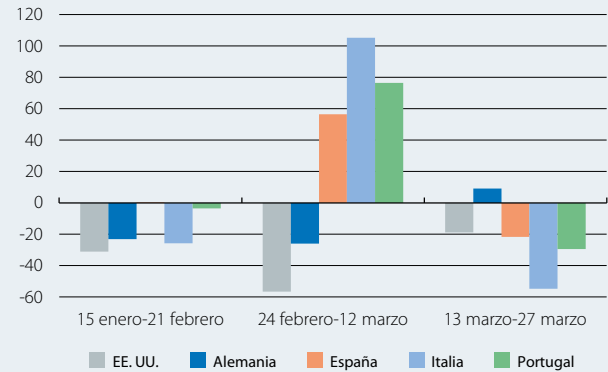
Las condiciones financieras se tensionan

La COVID-19 no arrastra por igual a todos los tipos de interés. De hecho, el temor a que la paralización de la actividad económica desemboque en rebajas de las notas crediticias (un posible amplificador)² o en quiebras empresariales ha tensionado, hasta niveles cercanos a los de 2008-2009, las primas de riesgo de la deuda corporativa en todos sus segmentos (especialmente en el sector del *shale* de EE. UU., al que se le ha sumado el desplome del petróleo). Las primas de riesgo soberanas de la periferia de la eurozona también se vieron temporalmente tensionadas, al combinarse la expectativa de unas mayores necesidades de financiación en el sector público con una recepción fría de los inversores a las primeras medidas del BCE (y no hay que olvidar las palabras «no estamos aquí para contener las primas» de su presidenta, Christine La-

1. Para más detalles, véase la nota «El Brent se desploma tras el desacuerdo entre la OPEP y sus aliados» disponible en www.caixabankresearch.com.
 2. Véase el Focus «El ciclo del crédito en EE. UU.: ¿cuánto debe preocuparnos? Parte II» en el IM06/2019.

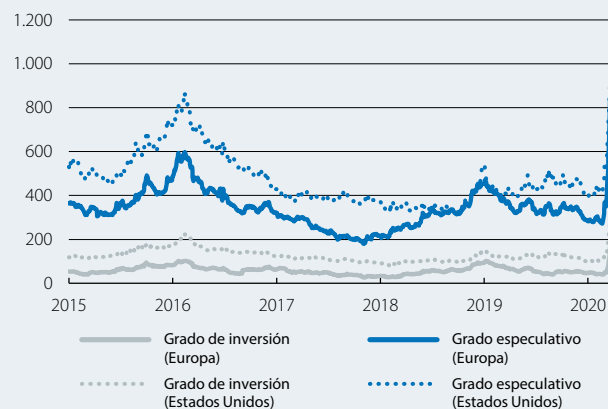
Tipos de interés soberanos de Alemania y EE. UU. y primas de riesgo *

Variación acumulada en el periodo (p. b.)



Nota: * Tipos de interés a 10 años.
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

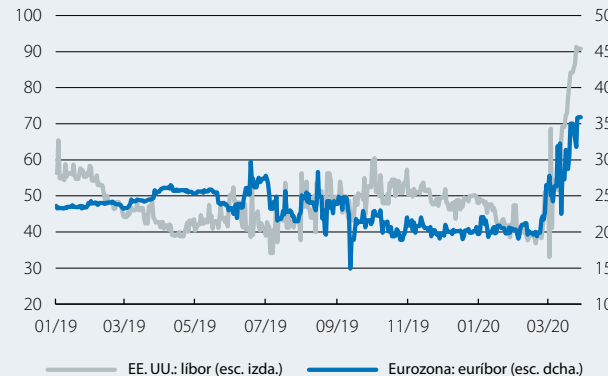
Primas de riesgo corporativas (p. b.)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Diferencial entre el tipo de interés interbancario y el tipo OIS a 12 meses

(p. b.)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

garde, que acentuaron la aversión al riesgo de los inversores). No obstante, la contundencia de la segunda ronda de medidas del BCE (detalladas abajo) aplacó las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública en la periferia de la eurozona. Por su parte, el repunte del riesgo también se

observó en el mercado interbancario (véase el sexto gráfico), aunque de manera mucho más contenida que en episodios pasados.

Aparecen tensiones de liquidez, pero son localizadas. Las más destacadas se manifestaron en el mercado de papel comercial (pagarés) de EE. UU., donde, tras un fuerte repunte de las primas de riesgo que denotaba la ausencia de compradores en el mercado, la Fed terminó por actuar con la reedición del CPFF (programa de compras de papel comercial). Asimismo, aparecieron otros indicios de problemas de liquidez cuando, en algunas sesiones de fuerte aversión al riesgo, los precios de activos tradicionalmente «refugio» (como la deuda soberana de EE. UU. o Alemania) disminuyeron en vez de aumentar: un síntoma de que las necesidades de obtener liquidez estaban forzando a algunos agentes a vender unos activos que, en estas circunstancias de aversión al riesgo, desearían mantener en su balance. Por otro lado, y como se detalla más abajo, también afloraron tensiones de liquidez para la financiación en dólares en el extranjero (véase la ampliación del *basis* en el último gráfico), algo que, de nuevo, atajó la Fed en coordinación con otros bancos centrales.

Las cotizaciones financieras resaltan los riesgos para las economías emergentes, donde la crisis sanitaria de la COVID-19 no solo puede ser mucho más grave (por unos sistemas de salud menos dotados de recursos, ciudades grandes, densas y con bolsas de pobreza, y unas instituciones más frágiles), sino que también son más sensibles al endurecimiento de las condiciones financieras internacionales y a la caída de los precios de las materias primas. En este sentido, en lo que va de año, las divisas emergentes acumulan una depreciación generalizada frente al dólar estadounidense, lideradas por el rublo ruso, el peso mexicano, el rand sudafricano y el real brasileño (todas ellas con depreciaciones superiores al 20%). Esto endurece la carga de la deuda emergente denominada en dólares, por lo que las economías emergentes también han sufrido un repunte de sus primas de riesgo (el índice EMBI de J. P. Morgan ha repuntado a niveles de 2009). Además, en las últimas semanas se ha observado una salida de capitales de las economías emergentes que, como recogen los flujos de cartera del Instituto Internacional de Finanzas, no tiene precedente (véase el séptimo gráfico).

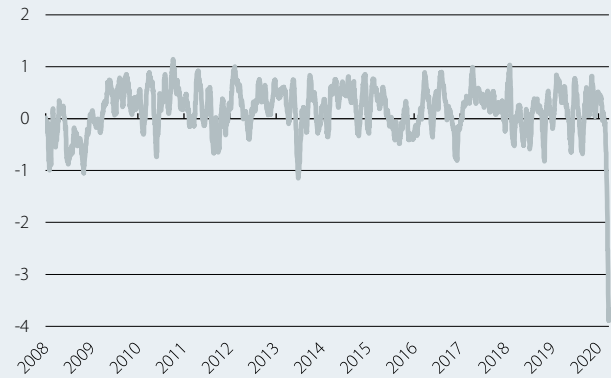
La política monetaria al rescate

La política monetaria responde con rapidez y contundencia, pero solicita el liderazgo de la política fiscal. Ante una disrupción de la actividad que, de manera autoimpuesta, paraliza tanto la oferta como la demanda de las economías (doméstica y exterior), la actuación de la política monetaria se enfoca en tres dimensiones: i) evitar problemas de liquidez, ii) propiciar que empresas y hogares tengan un acceso favorable al crédito y iii) anclar un entorno de bajos tipos de interés con el que, además de respaldar la recuperación económica cuando se levanten las restricciones a la actividad, pueden dar cobertura para que la política fiscal actúe agresivamente y sin suscitar dudas sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas.

3. Más detalles en el Observatorio BCE del 19 de marzo, «[El BCE actúa de emergencia contra el COVID-19](#)», y el Observatorio Fed del 16 de marzo, «[La Fed bombea liquidez y lleva los tipos al 0%](#)».

Flujos de capitales netos hacia las economías emergentes

(Miles de millones de dólares)



Nota: Media móvil de 28 días. Datos diarios. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Instituto Internacional de Finanzas (IIF).

Balance de los bancos centrales

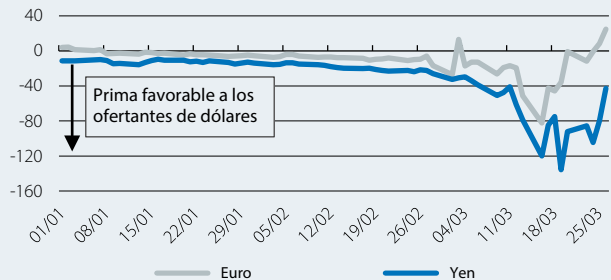
(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Basis de un swap a 3 meses entre el dólar estadounidense y otra divisa *

(p. b.)



Notas: * El *basis* mide la diferencia de retornos entre una inversión directa en dólares y una inversión denominada en divisa extranjera (asegurada por fluctuaciones en el tipo de cambio). Cuando el *basis* es negativo, el primer término es menor y refleja que los tenedores de dólares reciben una prima favorable cuando los ofertan en los mercados internacionales. Para más detalles, véase el artículo «[Por qué difieren los tipos de interés de activos parecidos](#)» en el IM03/2019.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Los bancos centrales han lanzado una amplia batería de medidas (véase la tabla anexa).³ Los que disponen de margen han recortado los tipos hasta prácticamente el 0% (en -150 p. b. la Fed y -65 p. b. el Banco de Inglaterra), mientras que el resto (como el BCE y el Banco de Japón) los

Medidas de política monetaria en las principales economías

Banco Central	Tipos de interés	Compra de activos	Apoyo al crédito	Medidas de liquidez
Banco Central Europeo	Sin cambios: • Refi al 0,00% • Depo al -0,50%	• APP: 20.000 millones de euros mensuales (vigentes desde 2019) + un total adicional de 120.000 millones de euros hasta diciembre de 2020. • PEPP: 750.000 millones de euros hasta diciembre de 2020 con implementación flexible (no sujeto a límites de emisor/emisión y con desviaciones temporales de la clave de capital).	• Mejora de las condiciones de las TLTRO: reduce tipo mínimo hasta el -0,75% (depo -25 p. b.) e incrementa máximo a solicitar (hasta el 50% de cartera elegible). • Flexibiliza requisitos regulatorios sobre el sector bancario.	• Nuevas LTRO inmediatas (al tipo -0,50%) para garantizar abundancia de liquidez hasta la TLTRO de junio de 2020. • Se relajan los requisitos de colateral de las operaciones de refinanciación para incorporar títulos de deuda del sector corporativo.
Reserva Federal de EE. UU.	Recorte en 150 p. b., hasta el intervalo 0,00%-0,25%	Compras ilimitadas de <i>treasuries</i> y <i>mortgage-backed securities</i> .	• Participación en el mercado primario y secundario de bonos corporativos (PMCF y SMCF). • Se reducen los requerimientos de reservas a las entidades financieras. • Se liberan los <i>buffers</i> de capital y liquidez.	• Reducción en 200 p. b. del <i>discount window rate</i> hasta el 0,25% (herramienta con el papel de prestamista de última instancia). • Operaciones <i>repo</i> semanales por valor de 1 billón de dólares. • Participación en el mercado de pagarés (papel comercial) para añadir liquidez y destensionar este mercado (CPFF). • Facilidad de crédito para creadores de mercado (PDCF). • Compra de activos respaldados por la deuda de particulares (TALF). • Facilidad de financiación para los fondos de mercados monetarios (MMLF).
Banco de Inglaterra	Recorte de 65 p. b., hasta el 0,1%.	Ampliación en 200.000 millones de las compras de activos hasta 635.000 millones de libras en bonos soberanos y corporativos.	• +100.000 millones de libras en financiación a pequeñas y medianas empresas. • Garantías en préstamos para empresas afectadas. • Se liberan los <i>buffers</i> de capital y de liquidez.	
Banco de Japón	Sin cambios: tipo de interés oficial en el -0,10%.	• Se duplica el máximo de compras anuales de ETF y J-REIT, hasta los 12.000 y 180.000 millones de yenes, respectivamente. • Aumento del volumen de compras de bonos del Gobierno en 784.000 millones de yenes.	• Nueva facilidad de préstamo (interés del 0%, vencimiento hasta un año y deuda empresarial como colateral). • Se liberan los <i>buffers</i> de capital.	• Operaciones <i>repo</i> por valor de 500.000 millones de yenes. • Ampliación a 2 billones de yenes del papel comercial que puede adquirir.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE, la Fed, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón.

han mantenido en sus mínimos históricos. Además, todos han profundizado en medidas para asegurar una gran abundancia de liquidez y condiciones crediticias favorables. Por ejemplo, la Fed lanzó líneas de liquidez por valor de 1 billón de dólares a la semana, mientras que el BCE redujo el coste de las TLTRO, aumentó su volumen y flexibilizó distintos requisitos regulatorios sobre el sector financiero. Asimismo, ambos ampliaron el universo de activos que aceptan como colateral en sus inyecciones de liquidez. Por otro lado, el paso más agresivo lo dieron con los programas de compras de activos, que no solo inyectan liquidez sino que permiten anclar unos bajos tipos de interés y aplacar la aversión al riesgo. En concreto, la Fed anunció compras ilimitadas de bonos soberanos y bonos de titulización hipotecaria (MBS, por sus siglas en inglés), así como compras de deuda corporativa (en mercados primarios con el PMCCF y secundarios con el SMCCF) y de activos respaldados en préstamos recibidos por los consumidores (TALF). Por su parte, el BCE amplió las compras de activos previstas para 2020 en 870.000 millones de euros, de los que, bajo el nuevo programa de compras contra la emergencia pandémica (PEPP, por sus siglas en inglés),

750.000 millones se implementarán prácticamente sin restricciones (en concreto, sin el límite del 33% de un mismo emisor o emisión y permitiendo desviaciones temporales de la clave de capital). Además, el PEPP también comprará deuda pública de vencimientos muy cortos (característica destacable por el hecho de que se prevé que la mayoría de los gobiernos financien sus paquetes fiscales contra el coronavirus con deuda de corto plazo). Así, el tamaño (más del 7% del PIB de la eurozona) y la flexibilidad de estas compras son tales que muchos analistas han concluido que el BCE ha actuado tan o más contundentemente que si hubiera activado el OMT (el programa anunciado por Draghi en 2012, en medio de temores de ruptura de la eurozona, y que nunca llegó a activarse). Por último, en coordinación con la Fed, el resto de principales bancos centrales han inyectado liquidez en dólares a sus respectivas jurisdicciones. De este modo, han corregido la emergencia de tensiones en la financiación en dólares, que se estaba volviendo relativamente más escasa (como refleja la ampliación del *basis* en el último gráfico) por la fuerte aversión al riesgo y el valor refugio de la divisa estadounidense.