

Número 2



INSTITUTO
JUAN DE MARIANA
INSTITUTE

Observatorio de Coyuntura Económica

Boletín
Octubre - Diciembre

Cuarto Trimestre 2007

Observatorio de Coyuntura Económica IJM.

Director:

Juan Ramón Rallo

Índice

1. Introducción	2
2. Antecedentes	3
3. La crisis durante el cuarto trimestre	20
4. La hora de los grandes planes	39
Plan de acción internacional entre Bancos Centrales.....	39
Rebajas de tipos de la Reserva Federal.....	42
Inyección de liquidez del Banco Central Europeo.....	45
La Super-SIV	47
Ayudas a los deudores <i>subprime</i>	48
5. Perspectivas.....	51
¿Inflación o deflación?	54
6. Conclusiones	58
7. Bibliografía	60

1. Introducción

El último trimestre de 2007 se ha caracterizado por la continuidad de la crisis financiera que estalló oficialmente a principios de agosto. Los mercados de crédito continúan en buena medida congelados y lo que para muchos parecía simplemente una crisis financiera, ya se está materializando en la economía real mediante aumentos del paro y quiebras de empresas.

La rápida reacción de los bancos centrales durante agosto y septiembre para sostener un crédito inflado no parece haber surtido ningún efecto positivo sobre los mercados financieros (y en cambio sí ha generado una rampante inflación en las materias primas), por lo que, junto a las autoridades políticas, se han visto obligados a idear nuevos planes para tratar de solucionar lo que todavía muchos siguen calificando de “turbulencias”.

Nuestro juicio no puede ser tan optimista. Estamos sumergidos en una crisis que será más larga y más intensa que las correcciones habidas en las últimas décadas. La mayoría de economistas son incapaces de efectuar un correcto diagnóstico y de emitir propuestas útiles porque simplemente no entiende qué está ocurriendo al carecer de una teoría económica sólida, realista y acertada. Del mismo modo, los políticos o simplemente ignoran la situación o prefieren ocultar la realidad a sus ciudadanos para frenar cualquier pánico generalizado.

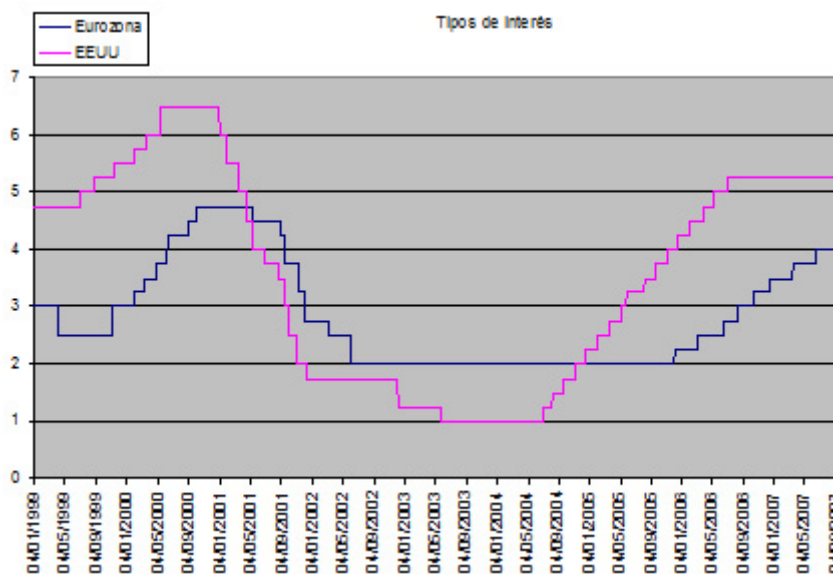
La finalidad de los boletines de coyuntura no es arrastrar a ningún lector a la histeria, sino analizar y explicar la realidad correctamente con el objetivo de minimizar los errores individuales y colectivos. Para ello contamos con el mejor instrumental analítico existente en la actual: la teoría austriaca del ciclo económico, desarrollada a lo largo del s. XX por economistas tan ilustres como Ludwig von Mises, el premio Nobel Friedrich Hayek o, en España, el catedrático Jesús Huerta de Soto.

2. Antecedentes

Los bancos centrales expanden el crédito desde 2001...

Las economías occidentales han estado sometidas a un duradero proceso de bajos tipos de interés durante los últimos cinco años. Los bancos centrales mantuvieron muy reducidos sus tipos de interés de intervención:

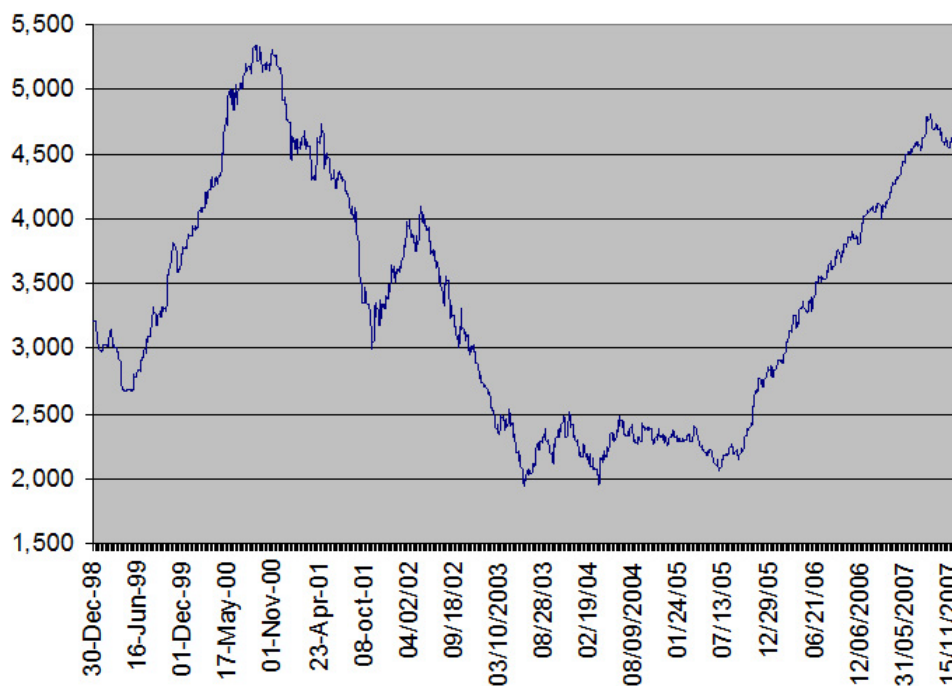
“Las economías occidentales han estado sometidas a un duradero proceso de bajos tipos de interés durante los últimos cinco años”



Lo que influyó en los tipos de interés de los mercados monetarios, tanto en el LIBOR como en el EURIBOR:



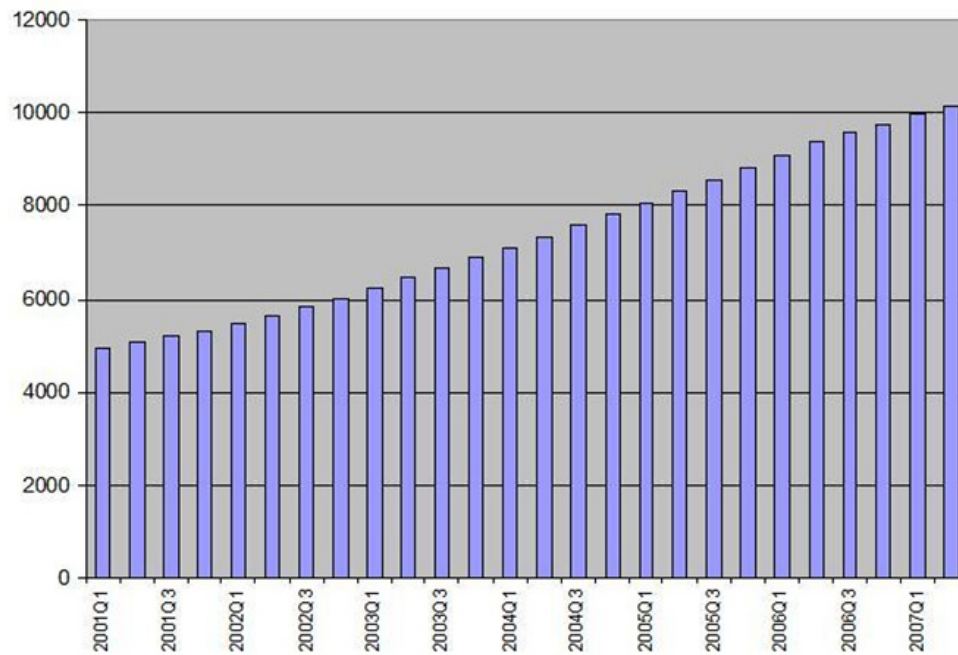
Euribor a un año



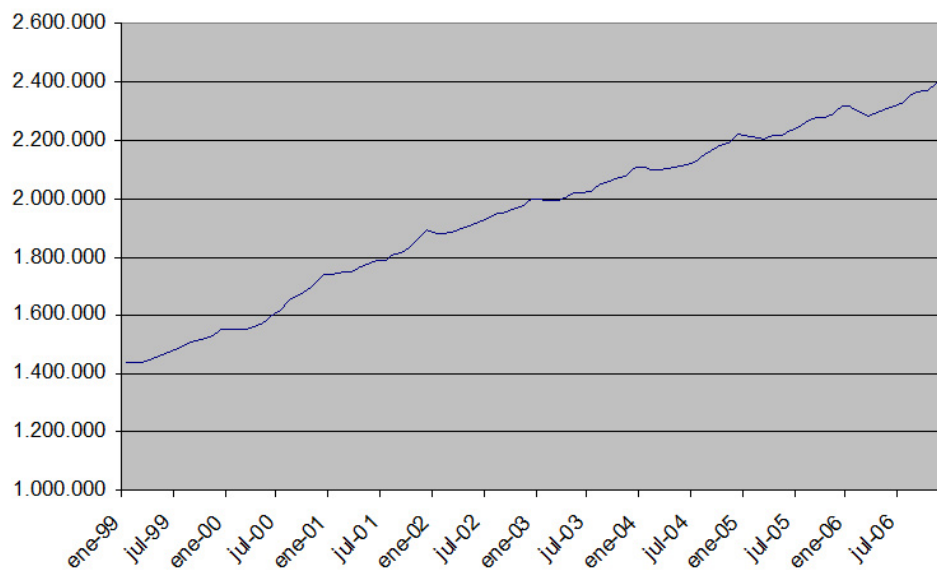
...favoreciendo un elevado endeudamiento...

Estos bajos tipos de interés permitieron a los bancos endeudarse a corto plazo a muy bajo precio, con lo que tuvieron incentivos para incrementar el número y el importe de sus préstamos a largo plazo, particularmente los hipotecarios, los empresariales y al consumo.

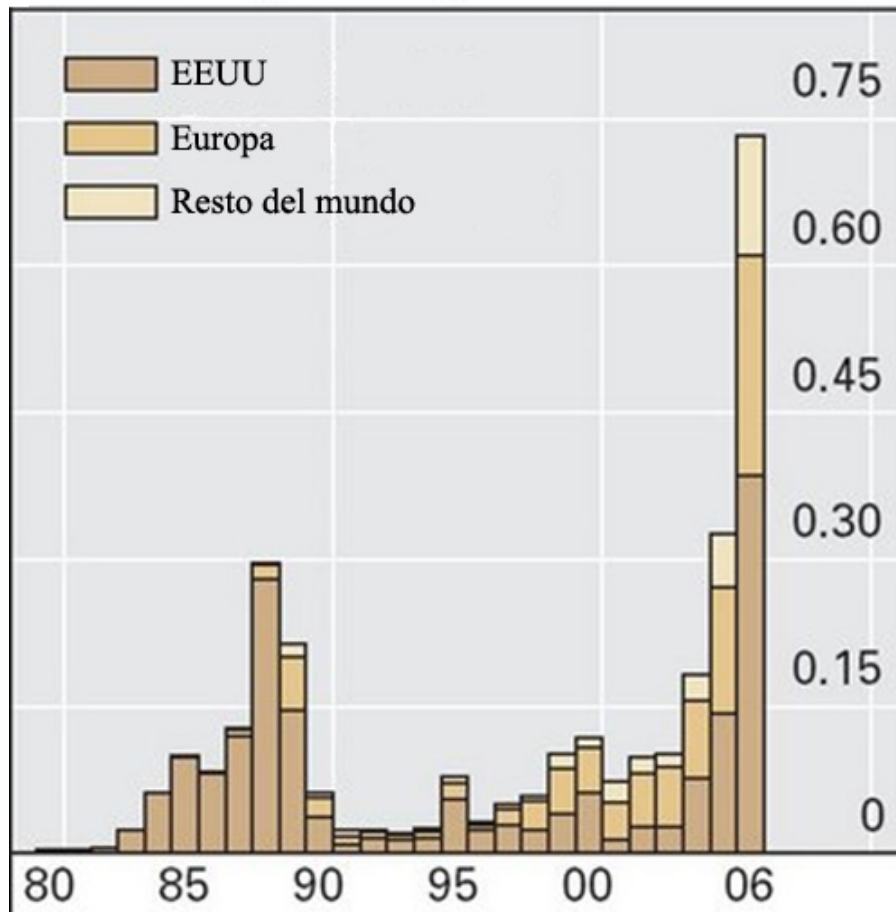
Deuda hipotecaria total pendiente de pago



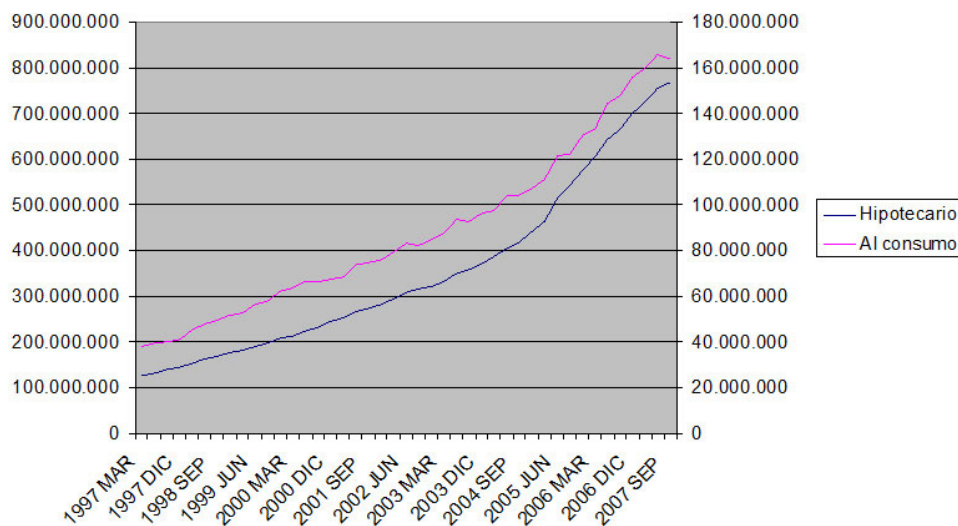
Crédito al consumo vivo en EEUU (millones de dólares)



Compras apalancadas de acciones



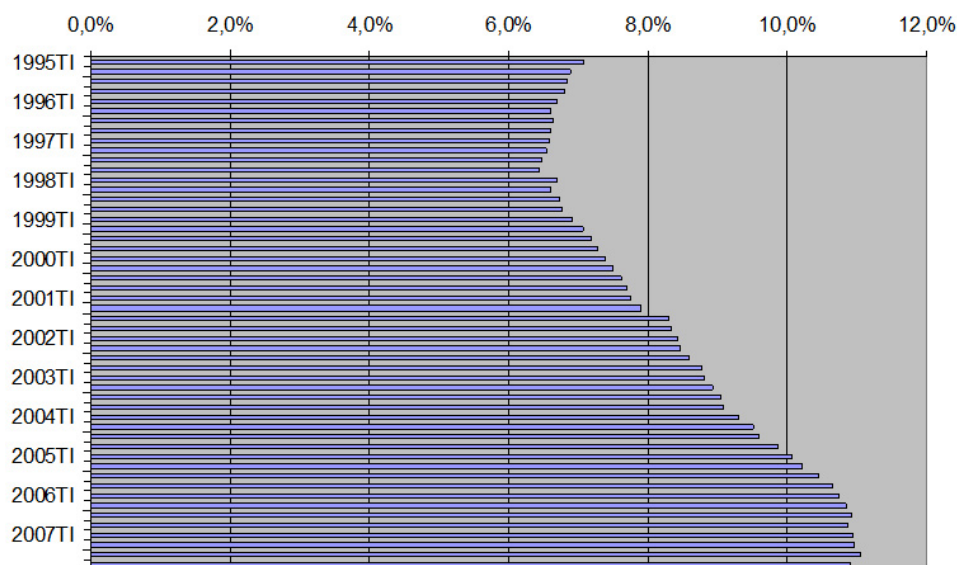
Crédito a las familias españolas (en millones de euros)



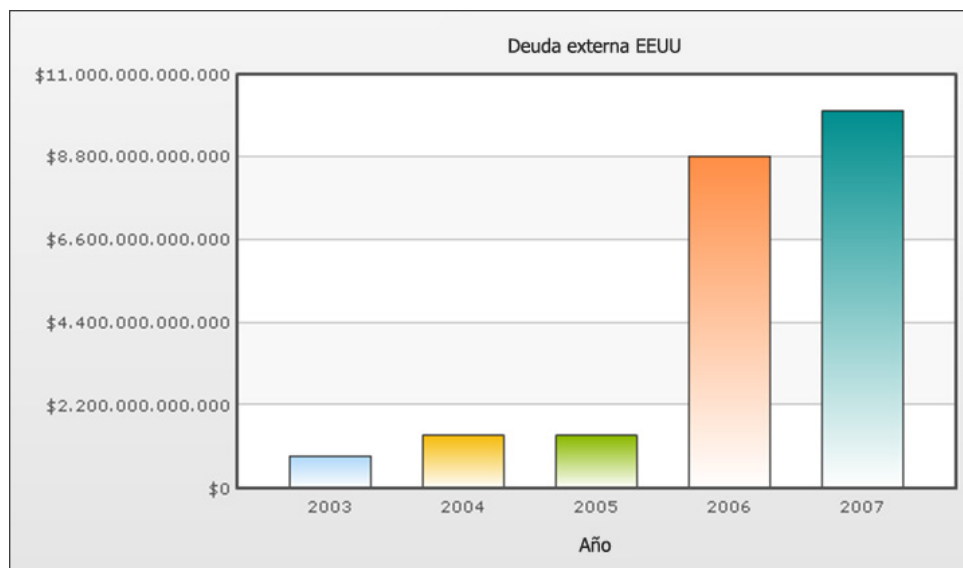
...que ha permitido un consumo y una inversión desmedida...

Gracias a este enorme crédito fiduciario, los individuos han podido expandir su consumo por encima del valor de su producción. Las estructuras productivas de los países occidentales se han ido apalancando y concentrando en ciertos sectores específicos como la construcción

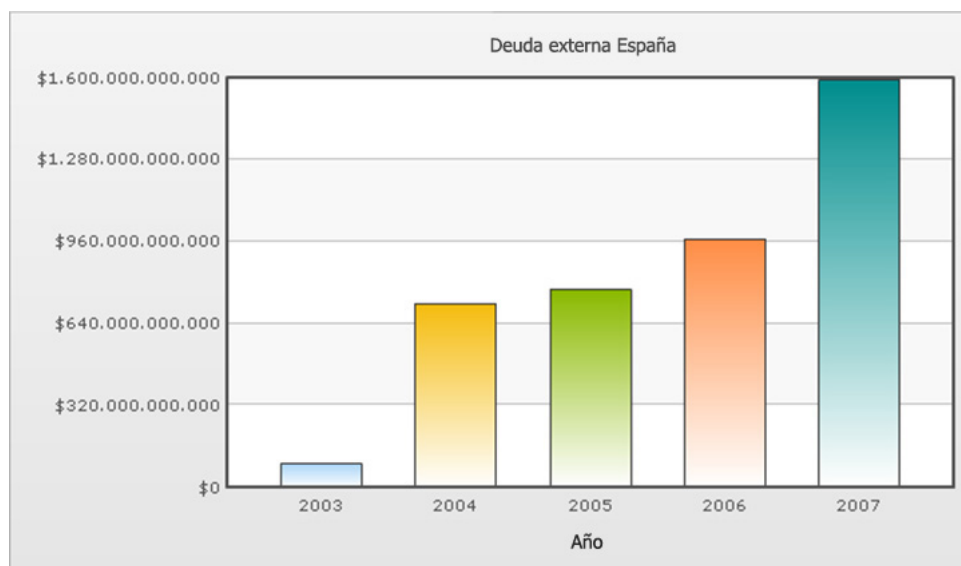
VAB de la construcción al PIB español



mientras que saldaban sus necesidades de consumo importando los bienes que producían otras economías donde no había tenido lugar el boom inmobiliario (ciertos países europeos como Alemania o las economías emergentes), a las que pagaban mediante la emisión de deuda:



“Gracias a este enorme crédito fiduciario, los individuos han podido expandir su consumo por encima del valor de su producción”



...que no pueden mantenerse en el tiempo...

El problema de esta situación es que necesita de una expansión permanente del crédito, pero la progresiva insolvencia de los deudores (al acumular cada vez mayores volúmenes de deuda) hace que esa expansión no pueda darse sino a tipos de interés cada vez mayores (que reflejen la prima de riesgo).

Los bancos centrales pueden intentar mantener los tipos de interés reducidos, interviniendo en los mercados monetarios, pero cuanto mayor sea la burbuja que se genere en determinados sectores (como la construcción) mayor será la tasa a la que tendrán que expandir el crédito (generando inflación) y, al final, mayor será el pinchazo¹. Conviene tener en cuenta que si una economía emite deuda exterior para financiar su producción interna, es porque asume que los acreedores extranjeros demandarán en el futuro esos bienes producidos con cargo a la deuda.

...y ha generalizado las malas inversiones...

Sin embargo, si el crédito ha afluído a esos sectores porque los tipos de interés de la banca estaban más reducidos de lo que justificaría el volumen de ahorros reales, se cometerán multitud de inversiones que no serán rentables, sino que sólo lo parecerán². En el caso de la construcción, por ejemplo, la reducción de

“Si los tipos de interés estaban más reducidos de lo que justificaría el volumen de ahorros reales, se cometerán multitud de inversiones que no eran rentables, sino que sólo lo parecerán”

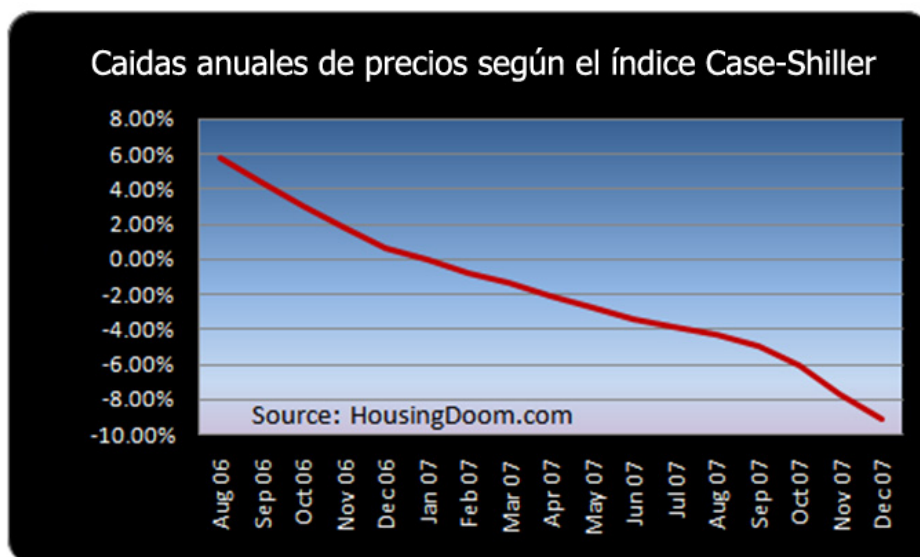
¹ HUERTA DE SOTO, Jesús. *Ahora bien, para que esta estrategia de posponer en el tiempo la llegada de la crisis mediante la concesión adicional de créditos tenga éxito, es preciso que la expansión crediticia se lleve a cabo de una manera progresivamente acelerada. Este principio ya fue puesto de manifiesto por Hayek en 1934 cuando afirmó que «in order to bring about constant additions to capital, [credit] World have to increase... at a constantly increasing rate. Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos (2006:318).*

² HUERTA DE SOTO, Jesús. *Los empresarios, en suma, se deciden a acometer nuevos proyectos de inversión, ensanchando y alargando las etapas de bienes de capital de la estructura productiva, es decir, actuando como si el ahorro de la sociedad se hubiera incrementado, cuando de hecho tal cosa no ha sucedido. Significa esto que los empresarios, al responder a la concesión de nuevos préstamos en forma de expansión crediticia, se comporten como si el ahorro hubiera aumentado, impulsa un proceso de*

tipos incentivó a numerosos individuos a adquirir la vivienda en propiedad en lugar de alquilarla³, por lo que sus precios subirán, elevarán la rentabilidad de los promotores, atraerán más préstamos y, a su vez, incrementarán el valor de las garantías hipotecarias contra las que prestan los bancos.

Las alzas de tipos de interés que comenzaron a producirse en EEUU a principios de 2005 y en la zona euro un año más tarde, no sólo enfriaron la demanda artificial de todas las inversiones que anteriormente eran rentables (por ejemplo en viviendas o compras apalancadas de acciones), sino que además arrojaron pérdidas sobre todos los inversores que se habían endeudado a los anteriores tipos de interés con la previsión de que no iban a subir en el futuro.

La caída de la demanda de estas inversiones paralizó su espiral inflacionista y por tanto la inversión de tipo especulativo. La colisión de una menor demanda con una oferta en expansión hasta ese momento se tradujo en una caída considerable de los precios, por ejemplo en el caso de la vivienda:



...que empezaron a destaparse con el aumento de la morosidad...

Por su parte, el incremento de la carga financiera se tradujo en un serio repunte de la morosidad de los inversores menos solventes. El caso paradigmático y más conocido hasta el tercer trimestre de 2007 fueron las hipotecas *subprime* en EEUU:

desajuste o descoordinación en el comportamiento de los diferentes agentes económicos. Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos, (2006:267)

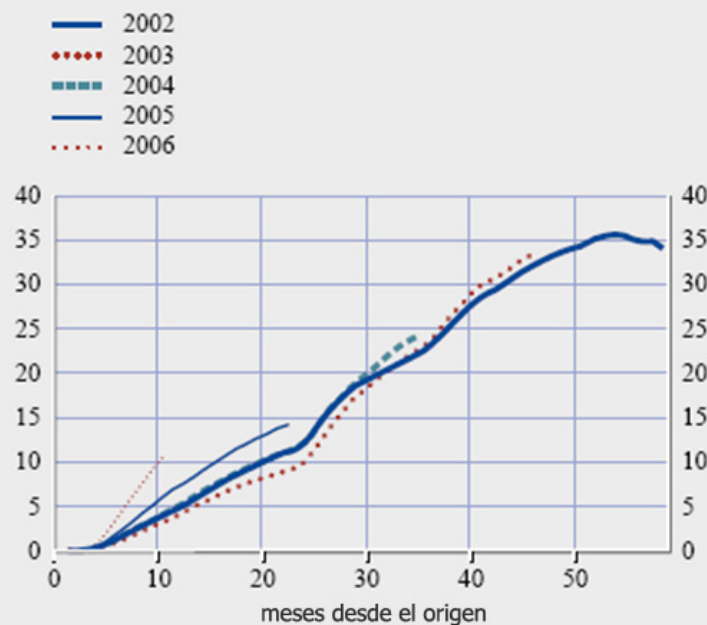
³ Para un estudio del caso español, puede consultarse el informe del Observatorio de Coyuntura Económica.

RALLO, Juan Ramón. *La Crisis Subprime*. (2008).

<http://www.juandemariana.org/estudio/1708/crisis/subprime/>

Morosidad de los bonos hipotecarios subprime calificados por Fitch

(vintages 2002 - 2006; %)



“Con el abandono del patrón oro se generaron dos riesgos adicionales de carácter, a saber, el riesgo cambiario y el riesgo de interés”

“En el sistema actual, dado que los bancos centrales no pueden quedarse sin “reservas” de dinero fiduciario, los tipos de interés del mercado monetario pueden mantenerse reducidos durante mucho tiempo, facilitando las malas inversiones generalizadas”

Este estallido de la burbuja inmobiliaria se vio amplificado por una organización del sistema financiero internacional cuyos participantes han utilizado la existencia de dinero fiduciario y de un prestamista de última instancia (Banco Central) para incurrir de manera generalizada en riesgos extraordinarios que a medio plazo podían parecer rentables.

Con un patrón monetario oro, los llamados “arbitrajes de riesgo” (utilizar fondos del mercado monetario para financiar inversiones arriesgadas) quedan rápidamente limitados en cuanto los tenedores de oro se niegan a descontar los activos arriesgados. En el sistema actual, dado que los bancos centrales no pueden quedarse sin “reservas” de dinero fiduciario, los tipos de interés del mercado monetario pueden mantenerse reducidos durante mucho tiempo, facilitando las malas inversiones generalizadas.

...y su amplificación por toda la economía.

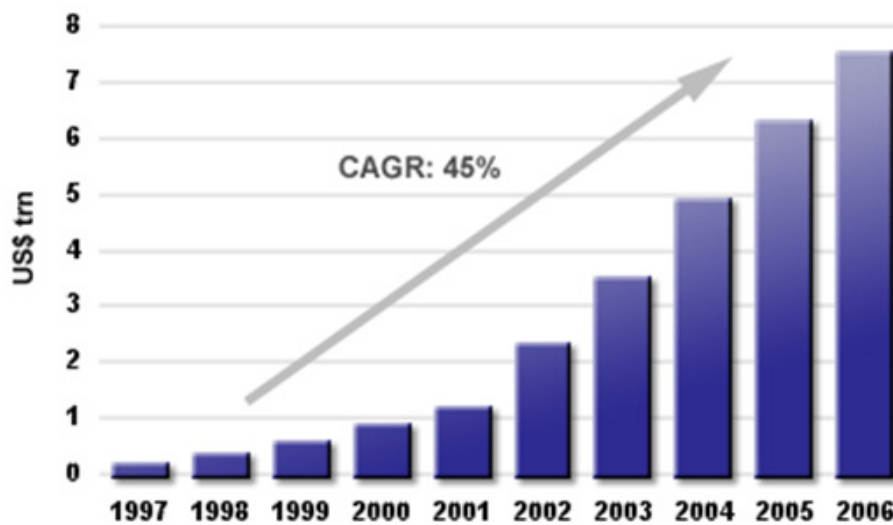
Con el abandono del patrón oro se generaron dos riesgos adicionales de carácter político (esto es, riesgos artificiales creados por el hombre), a saber, el riesgo cambiario y el riesgo de interés⁴. El primero está relacionado con la variabilidad

⁴ FEKETE, Antal. *La volatilidad de los tipos de cambio y de los tipos de interés no tienen nada que ver con el libre mercado. Fueron creadas por el Gobierno para acabar con el libre mercado, ya que estos tipos eran estables bajo el patrón oro. Una cosa es trasladar*

del tipo de cambio de una divisa (con el patrón oro los tipos de cambio son fijos) y el segundo con la posibilidad de que los tipos de interés suban o bajen con respecto a los que hemos concertado en el pasado (con el patrón oro los tipos de interés eran estables).

Pocos años después de abandonar los últimos resquicios del patrón oro, comenzaron a nacer los mercados de derivados, cuya explosión se ha producido en los últimos años.

Derivados crediticios Estimación del importe global



Los mercados de derivados tratan de reducir o eliminar riesgos que no existían bajo el patrón oro pero que son intrínsecos a un régimen de dinero fiduciario⁵. Los derivados que, de momento, han tenido una mayor relevancia en la presente crisis son tres: los *Credit Default Swaps* (CDS), las *Collateralized Debt Obligations* (CDO), y los *Structured Investment Vehicles* (SIV)

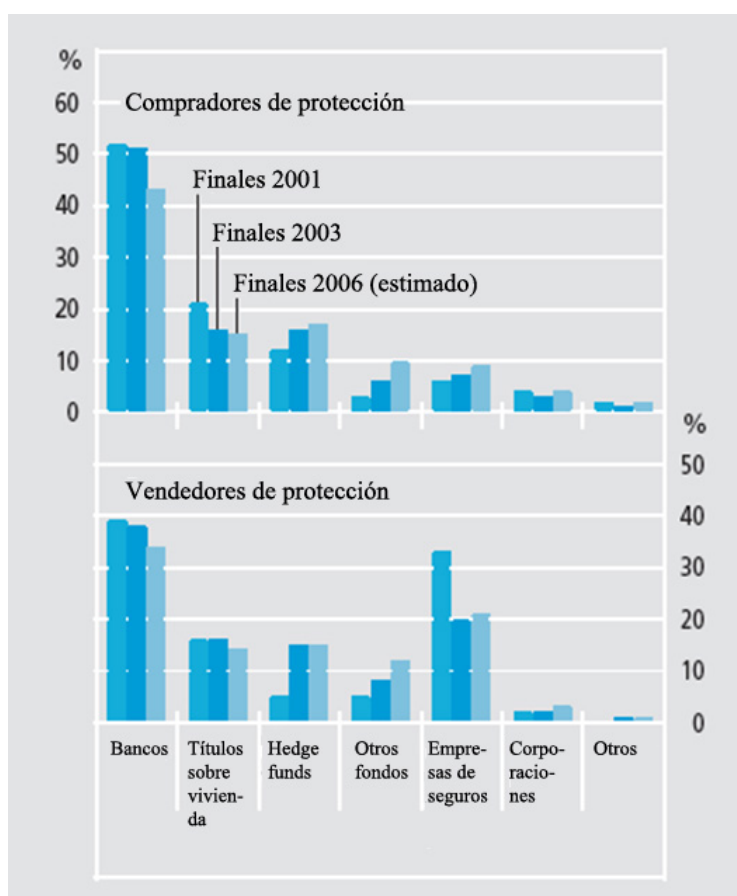
Los CDS se utilizaron para especular.

“Los mercados de derivados tratan de reducir o eliminar riesgos que no existían bajo el patrón oro pero que son intrínsecos a un régimen de dinero fiduciario”

los riesgos creados por la naturaleza a los hombros de los especuladores, por ejemplo, con los mercados de futuros en los productos agrarios. Otra cosa es si esos riesgos han sido creados por el hombre (léase: el Gobierno). When Atlas Shrugged, parte 1.

⁵ FEKETE, Antal. *La variabilidad de los tipos de cambio y de interés no son fenómenos del libre mercado. Fueron creados por el Gobierno para estrangular el libre mercado, ya que estos precios eran estables bajo el patrón oro. Una cosa es que los especuladores soporten los riesgos creados por la naturaleza, por ejemplo el caso de los mercados de futuros para productos agrarios. Y otra muy distinta es que soporten los riesgos creados por los hombres (léase, el Gobierno). En el primer caso, la especulación tiene un papel legítimo, en el segundo ni siquiera debería llamarse especulación, sino más bien apuestas de casino. Gold, Interest and Basis,* <http://www.financialsense.com/editorials/fekete/2006/0824.html>

Los CDS son unos instrumentos derivados por los que el vendedor se compromete con el comprador a afianzarle los pagos de principal e intereses de algún bono que tenga en cartera. Los principales emisores de los CDS han sido las agencias *monoline* (Ambac y MBIA) y los bancos, mientras que los mayores compradores han sido los bancos y los *hedge funds* a través de los vehículos financieros a los que en breve nos referiremos. Los compradores de CDS esperan que al afianzar sus créditos puedan disponer sin riesgo alguno de sus rentas futuras (de modo que puedan utilizarlos, por ejemplo, como colateral para su propio endeudamiento a un tipo de interés menor al que perciben por los créditos). Los vendedores confían en que los créditos asegurados no entrarán en *default* y que, por tanto, lograrán una renta periódica derivada del aseguramiento.

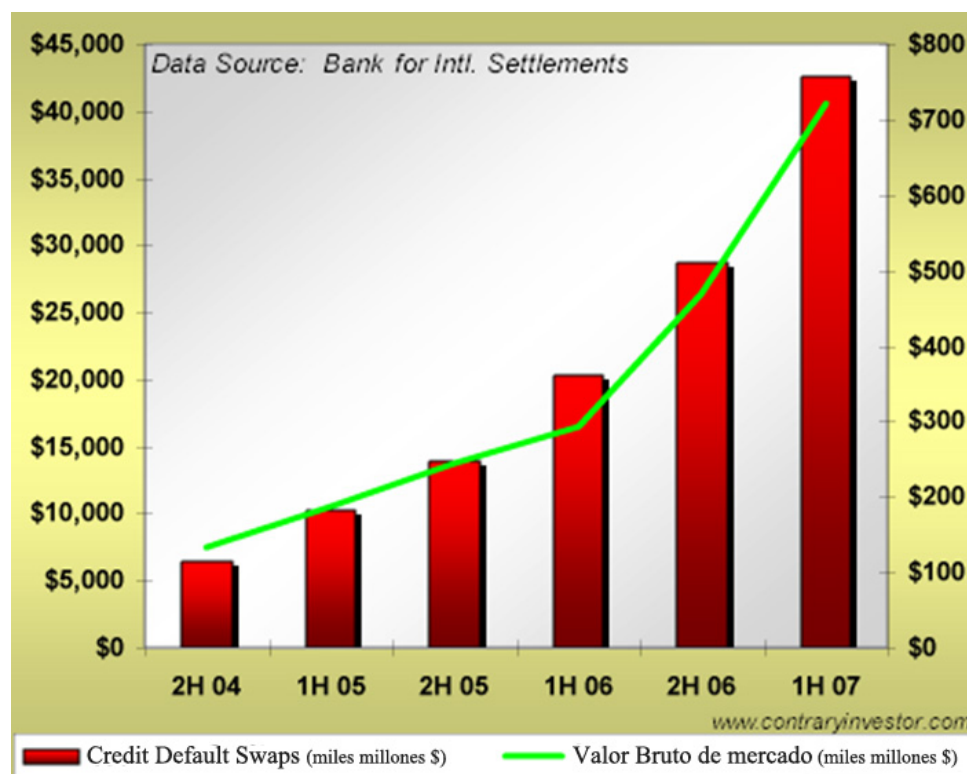


“Como en un casino, se han emitido CDS para asegurar activos que no existían, simplemente como un mecanismo de apuesta sobre si una compañía iba a quebrar o no”

El tamaño del mercado de los CDS ha experimentado un notable crecimiento, multiplicándose por ocho en tan sólo tres años, lo que sin duda ha dado lugar a ciertos problemas. Como en un casino, se han emitido CDS para asegurar activos que no existían, simplemente como un mecanismo de apuesta sobre si una compañía iba a quebrar o no. Los CDS estipulan que en caso de impago, el comprador del CDS debe entregarle al vendedor el bono impagado a cambio de su valor nominal.

⁶ DEUTSCHE BUNDESBANK. *Monthly Report*. Diciembre (2004)
http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/mba/2004/200412mba_creditdefault.pdf

En la medida en que existen CDS que no cubren ningún activo, se sustituye la entrega física del bono por la compensación entre el valor de mercado y el importe cubierto por el CDS. Uno de los casos más famosos fue el de Delphi: cuando quebró había CDS por valor de 28.000 millones de dólares cubriendo bonos por valor de 5.200 millones. Los compradores de CDS recibieron 36,62 céntimos por cada dólar invertido (se calculó que Delphi sería capaz de devolver 63,38)⁷.



Los CDO no disminuían en realidad el riesgo.

Los CDO son fondos que adquieren diversos activos contra la emisión de una serie de bonos graduados por categorías (o *tranches*) según su compromiso de repago (generalmente *senior*, *mezzanine* y *equity*); el CDO paga intereses a sus acreedores a partir de los intereses que recibe como acreedor del *pool* de activos⁸.

La idea es que al adquirir distintos activos y agruparlos se diversifican riesgos por lo que el CDO puede ofrecer a los compradores de sus *tranches* un tipo de interés menor al que reciben por los activos subyacentes al *pool*. Muchos de estos activos subyacentes eran bonos hipotecarios, tanto *prime*, alt-A como *subprime*. Estos dos últimos se aceptaron precisamente bajo la idea anterior: al

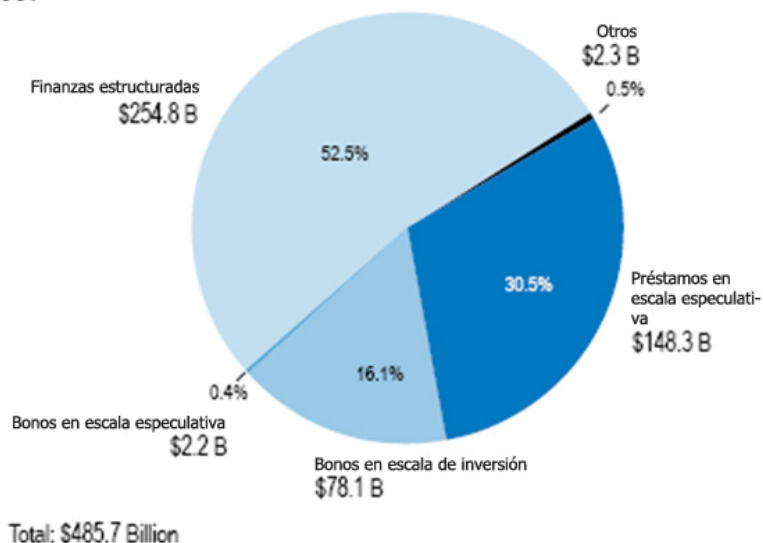
⁷SATAYJIT Das. *Insight: CDS market may create added risks*. (2007)

<http://www.ft.com/cms/s/0/f75c80e4-d3fd-11dc-a8c6-0000779fd2ac.html>

⁸ Este es el caso de los CDO de flujos de caja o híbridos, que son los mayoritarios en el mercado (más del 70% en 2007), pero también existen otros tipos (sintéticos y a valor de mercado) con otras finalidades y otros tipos de estrategia.

combinarlo con otros activos de mayor calidad, no habría problema en seguir pagando.

Emisión global de CDOs según la garantía subyacente 2007

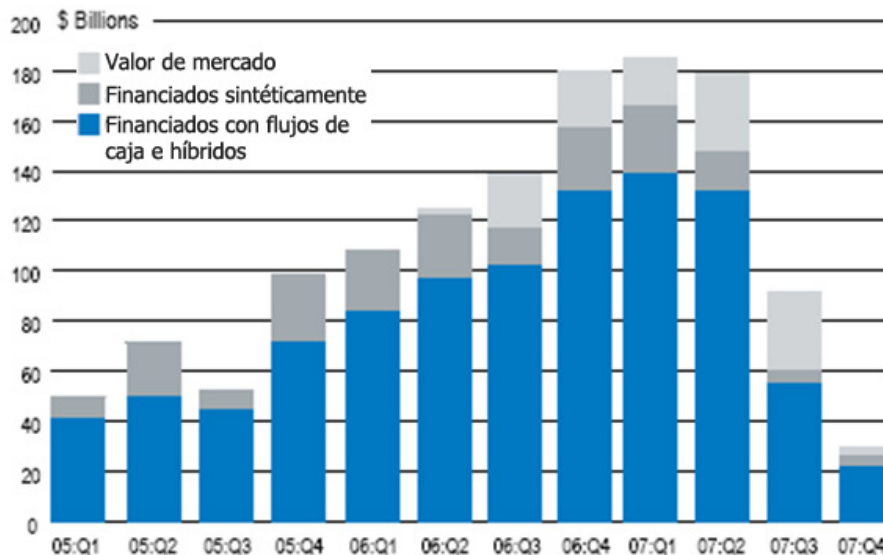


9

Todo esto facilitó también una rápida expansión de las emisiones de CDOs durante los últimos años.

“La idea de que los riesgos del pool de activos de un CDO podían reducirse mediante la diversificación resultaba errónea, ya que no valoraron la posibilidad de que un mismo evento afectara negativamente a todos los activos del pool”

Emisión global de CDOs según la estructura de la transacción 2005:Q1–2007:Q4



⁹Aunque haya una gran variedad de colateral en los CDO financieramente estructurados, está dominado por activos relacionados con las hipotecas y la vivienda. <http://www.sifma.org/research/pdf/RRV013-2.pdf>

Sin embargo, la idea de que los riesgos del *pool* de activos de un CDO podían reducirse mediante la diversificación resultaba errónea, ya que no valoraron la posibilidad de que un mismo evento afectara negativamente a todos los activos del *pool*. En este caso, la subida de tipos de interés y el pinchazo de la burbuja inmobiliaria repercutieron en los CDOs de dos maneras: primero, buena parte de las emisiones programadas se cancelaron, con lo que los inversores que habían adquirido el *pool* de activos para emitir *tranches* y lucrarse, tuvieron que retener en sus balances esos activos (a su vez, dado que los CDOs eran unos de los principales demandantes de bonos hipotecarios, se cortocircuitó también el mercado hipotecario restringiendo el crédito y agravando el pinchazo de la burbuja inmobiliaria que, de nuevo, repercutía negativamente sobre los colaterales del CDO); la segunda, que los CDO cuyos activos entraron en *default* y no tenían caja adicional, fueron incapaces de seguir pagando a sus acreedores, por lo que tuvieron que empezar a liquidar sus activos al descuento.

Las pérdidas se agravaron porque la mayoría de los activos de los CDO son muy ilíquidos y no cotizan diariamente en los mercados, de modo que la estimación de su valor se efectúa mediante modelos económicos por lo general erróneos, pero particularmente incorrectos cuando se trata de procesos generalizados de liquidación.

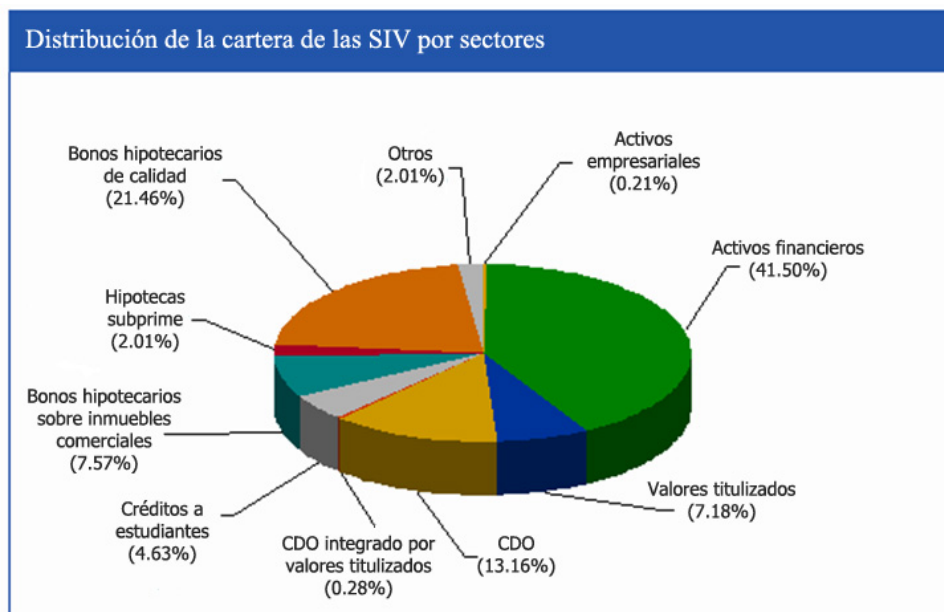
De hecho, uno de los casos más conocidos se produjo entre junio y julio de 2007. Antes el impago de los bonos hipotecarios contenidos en los CDOs de dos *Hedge Funds* del banco de inversión norteamericano Bear Stearns (High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund y High-Grade Structured Credit Strategies Fund), hubo que liquidar parte de los activos para seguir pagando a sus acreedores; sin embargo, ello elevó el ratio de apalancamiento, con lo que se tuvieron que elevar el valor de los colaterales (*margin calls*) con un dinero del que los fondos carecían. Conforme más se iba desapalancando los CDOs, mayor valor perdían (por la diferencia entre el valor del fondo según los modelos y el valor al que se podían liquidar los activos). En menos de un mes, el valor del primer fondo quedó reducido a cero y el del segundo sólo permitía cubrir la deuda que tenía con Bear Stearns¹⁰. Pese a ello, la mayoría de los activos de ambos fondos habían recibido la máxima calificación crediticia (triple A) por las agencias de *rating*.

Las SIV emplean una estrategia insostenible.

Por último, los SIV son fondos que tratan de arbitrar los diferenciales de interés entre los mercados monetarios y los mercados de capitales. Para ello emiten numerosos activos a largo plazo (incluidos bonos hipotecarios o *tranches* de CDO) endeudándose a corto. Dado que los primeros ofrecen generalmente una rentabilidad superior a la de los mercados monetarios, existe un margen de beneficio a explotar.

“La mayoría de los activos de los CDO son muy ilíquidos y no cotizan diariamente en los mercados, de modo que la estimación de su valor se efectúa mediante modelos económicos por lo general erróneos”

¹⁰COTIZALIA. 'Game over': Bear Stearns valora a cero los *hedges funds* caídos en la crisis *subprime*. (2007)
http://www.cotizalia.com/cache/2007/07/18/59_acabo_staerns_valora_hedges.html



11

El problema consiste en el evidente riesgo de liquidez: unos activos que maduran a largo plazo han sido adquiridos con deuda a corto. La estrategia consistía en renovar continuamente la deuda a corto hasta amortizar los activos a largo. Pero en la medida en que los tipos de interés del mercado monetario se incrementen por encima del proporcionado por los activos, los fondos dejan de ser rentables.

La mayor parte de los SIV han sido creados y sponsorizados por bancos: en julio de 2007, 11 bancos sponsorizaban 20 SIV que habían emitido papel comercial valorado en 246 billones de dólares, lo que suponía alrededor del 72% del total¹².

“El problema de las SIV consiste en el evidente riesgo de liquidez: unos activos que maduran a largo plazo han sido adquiridos con deuda a corto”

Al sponsorizar una SIV los bancos se comprometían a proporcionar líneas de crédito o a incorporar en sus balances los activos de la SIV en caso de iliquidez.

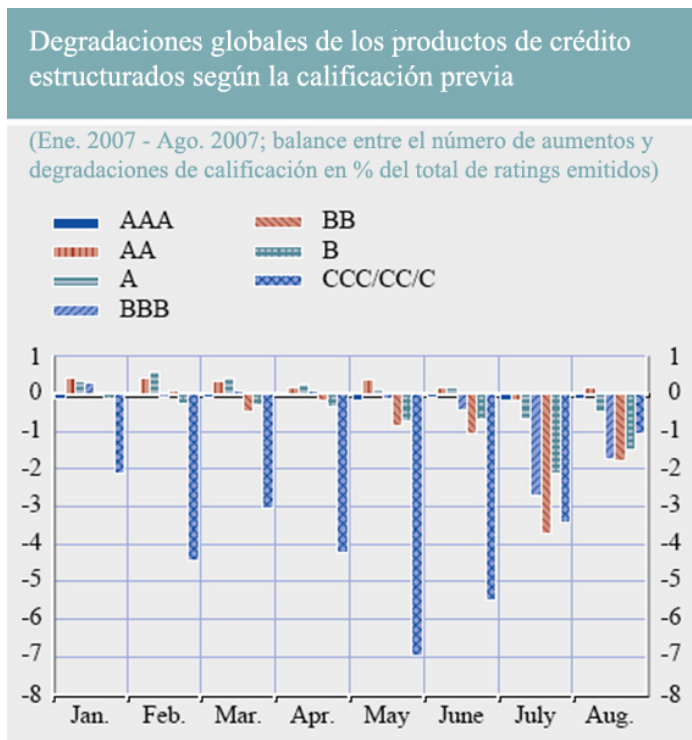
A partir de julio, por consiguiente, se produjo una reacción en cadena: el crecimiento de los impagos en hipotecas *subprime* se trasladó a los bonos hipotecarios. Esto se trasladó a los CDO en forma de menores rentas de su *pool*. A su vez, esto generó tres consecuencias: a) los CDO tuvieron que liquidar parte de sus activos para atender al pago, b) los CDO con CDS trasladaron el riesgo a los emisores de esos CDS, por lo que tuvieron que acumular liquidez por precaución, c) las emisiones de CDO se paralizaron, con lo que a su vez se restringió el crédito hipotecario.

La liquidación de parte de los activos de los CDO generó en algunos casos (como los CDOs de Bear Stearns ya comentados) importantes pérdidas patrimoniales

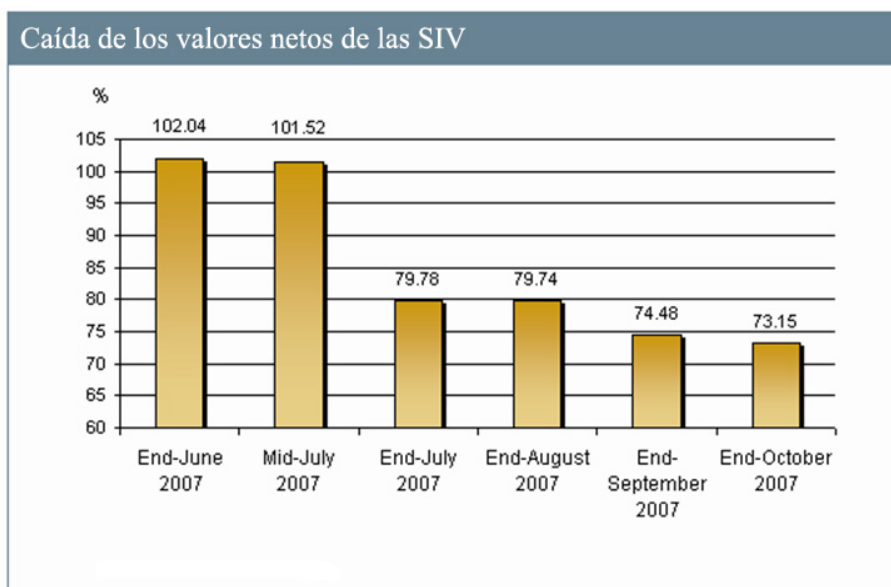
¹¹ STANDARD & POOR'S. *Structured Investment Vehicles: Under Stormy Skies, An Updated Look At The Weather*
<http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/us/page.article/3,1,1,0,1148447082929.html>

¹² RESEARCH RECAP *Banks Well Placed To Handle Near-Term SIV Exposure*. (2007).
<http://www.researchrecap.com/index.php/2007/11/14/banks-well-placed-to-handle-near-term-siv-exposure/>

que impulsaron a las agencias de calificación a degradar masivamente sus *tranches*.



Este empeoramiento de la calidad de los activos se trasladó a las SIV, que necesitaban realizar nuevas emisiones de deuda a corto plazo para retirar la anterior. Sin embargo, debido a la degradación el valor de la SIV se esfumó.



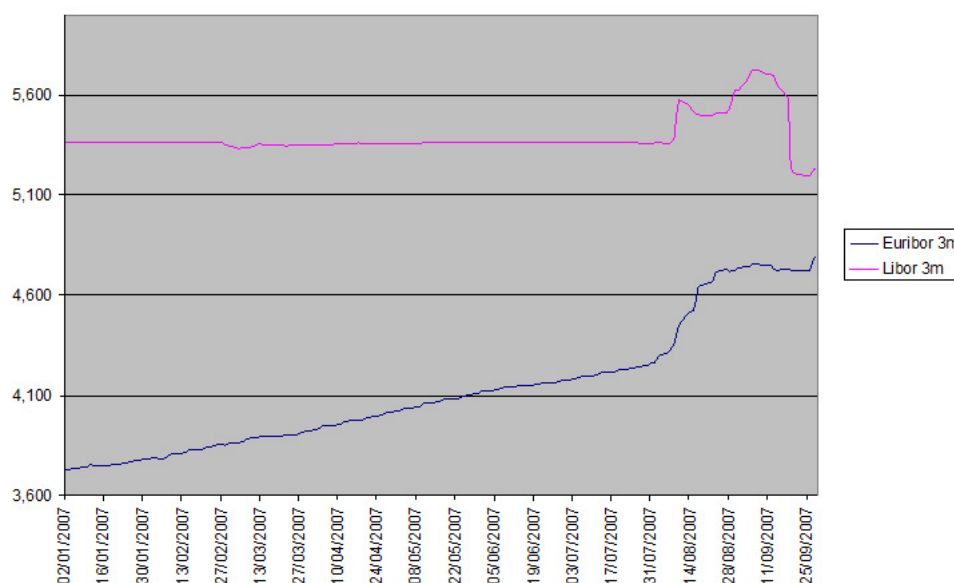
¹³ Standard and Poor's utiliza el NAV (Net Asset Value) para calcular el valor del pool de activos de un SIV una vez descontadas las deudas senior. Vemos cómo en octubre ese porcentaje se redujo al 75%; sin embargo, la propia S&P's duda sobre la fiabilidad de su método: *La cuestión es si estos precios resultan representativos en un entorno de venta masiva de bonos.*

Los inversores se negaron a seguir adquiriendo el papel de las SIV a los bajos tipos de interés que habían prevalecido hasta la fecha y las SIV se vieron obligadas a recurrir al crédito de los bancos para financiarse.

Este triple colapso dispara la demanda de fondos...

“La renovada expansión crediticia no quedó sin consecuencias nocivas: la presión económica se trasladó desde los mercados financieros a los mercados de materias primas”

Dicho de otro modo, la demanda de fondos monetarios se disparó porque los bancos, o necesitaban liquidez para hacer frente a las SIV y a los CDS, o bien preveían que la iban a necesitar en el futuro cercano. Pero al mismo tiempo, la oferta también se restringió, ya que los bancos con liquidez ni confiaban en prestársela a otros bancos (ante la incertidumbre de su exposición a la crisis) ni, sobre todo, estaban seguros de no necesitarla para sí mismos en el futuro cercano.



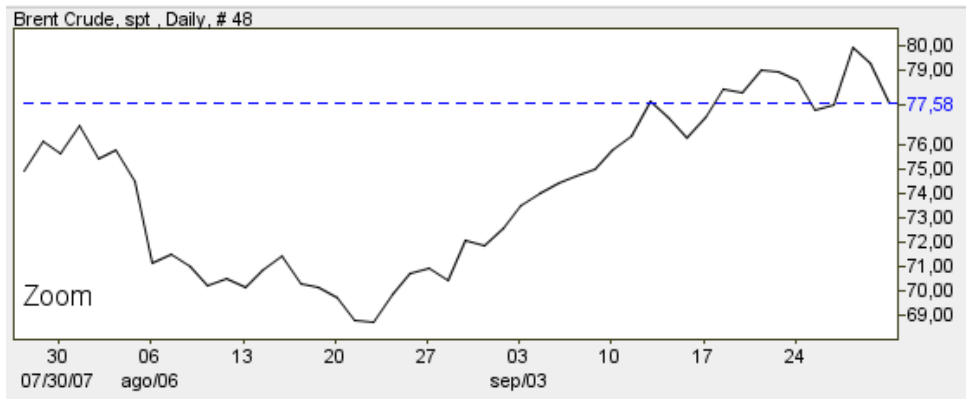
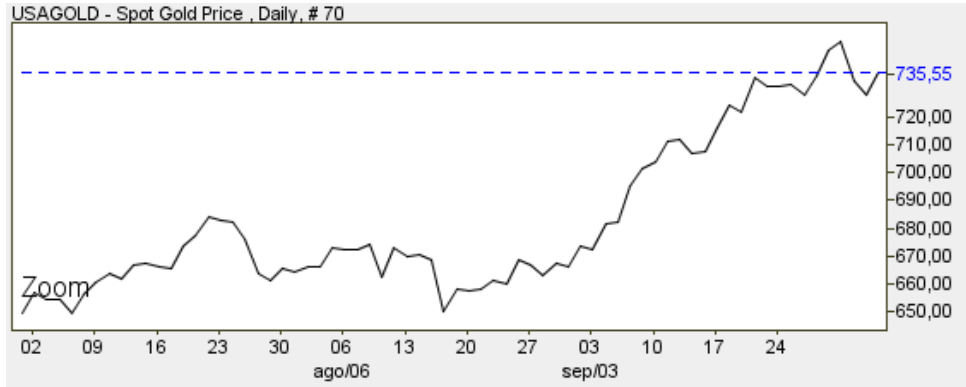
La conjunción de estos dos factores elevó el tipo de interés en los mercados monetarios a partir del mes de agosto, lo que llevó a los bancos centrales a tratar de devolver la calma mediante reiteradas inyecciones de liquidez y rebajas de tipos. El BCE dio marcha atrás en su declarada intención de subir tipos para controlar la inflación y la Fed rebajó medio punto el tipo de interés (desde el 5,25% al 4,75%) y el tipo de descuento desde el 6,25% al 5,75%.

“La demanda de fondos monetarios se disparó porque los bancos, o necesitaban liquidez para hacer frente a las SIV y a los CDS, o bien preveían que la iban a necesitar en el futuro cercano”

...y motiva una respuesta cortoplacista de los bancos centrales.

La contundente actuación de los bancos centrales consiguió, al menos a medio plazo, contener las subidas de tipos y pasar del pánico a una cierta “calma tensa” en los mercados monetarios. Sin embargo, la renovada expansión crediticia no quedó sin consecuencias nocivas. La presión económica se trasladó desde los mercados financieros a los mercados de materias primas:

<http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/us/page.article/3,1,1,0,1148449795486.html>



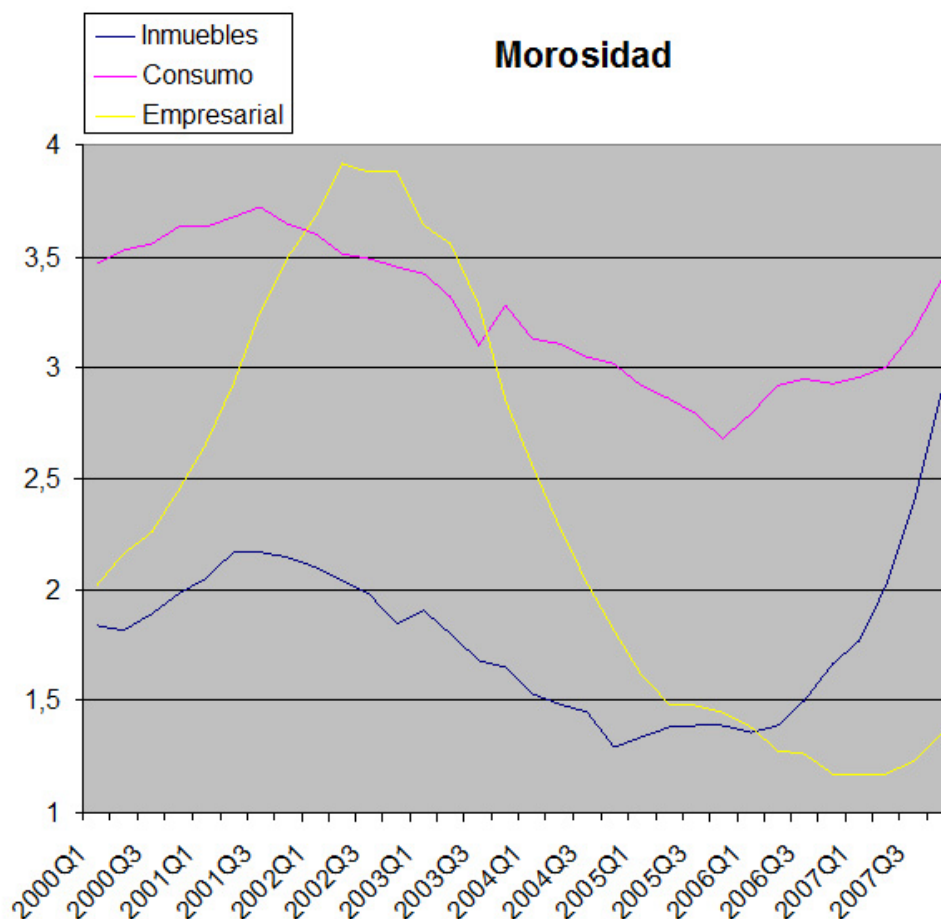
3. La crisis durante el cuarto trimestre

“La actuación de los Bancos Centrales no logró revertir la crisis, sino que en buena medida la agravó”

La crisis continuó agravándose...

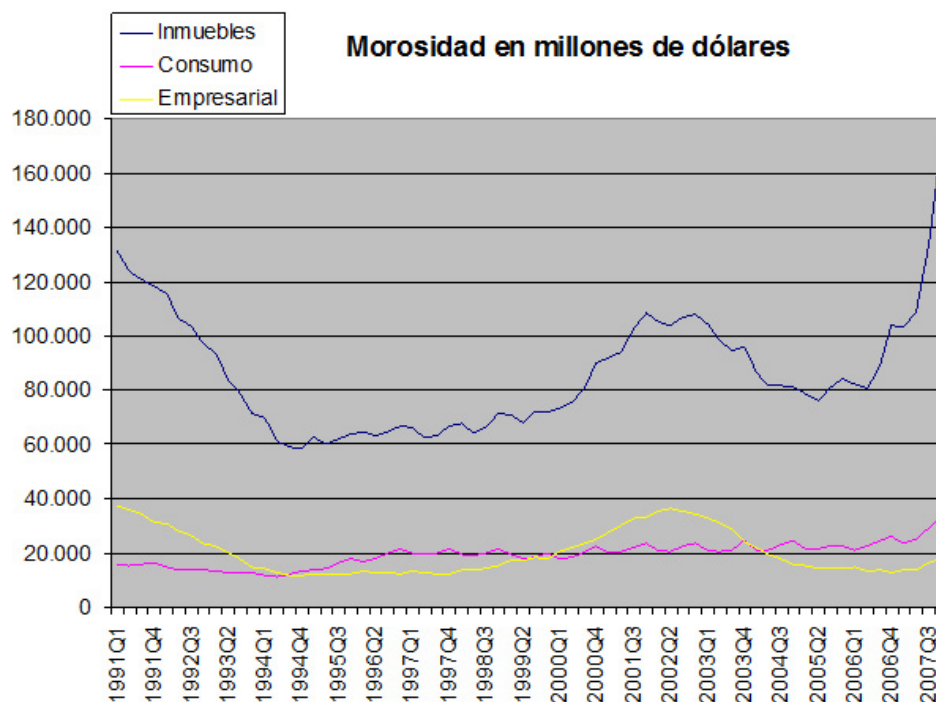
La crisis financiera continuó agravándose durante el cuarto trimestre del año. La actuación de los Bancos Centrales no logró revertir el curso de los acontecimientos sino que en buena medida los agravó mediante el envilecimiento de la moneda y las consecuentes alzas de precios en las materias primas.

La morosidad de los créditos en EEUU ha continuado repuntando, después de varios años en mínimos históricos. Durante el cuarto trimestre, la morosidad inmobiliaria (la ligada a la adquisición de vivienda y de locales comerciales) ha alcanzado el 2,88%, su máximo desde el tercer trimestre de 1995.



“Durante el cuarto trimestre, la morosidad inmobiliaria ha alcanzado el 2.88%, su máximo desde el tercer trimestre de 1995”

Sin embargo, dado el enorme volumen de deuda que se ha creado en EEUU durante los últimos años, la morosidad en inmuebles está alcanzando máximos históricos en importe monetario, tanto en el crédito a inmuebles como en el crédito al consumo.



“En octubre Moody’s degradó valores por importe de 30.000 millones de dólares y Standard and Poor’s 22.000 millones, y Fitch 37.200 en noviembre. La mayoría de estas degradaciones eran valores que anteriormente habían sido puntuados con la máxima calificación (triple-A)”

Se aprecia, por tanto, que el problema de los impagos a los préstamos hipotecarios no está ni mucho menos solucionado y que se está forjando un incipiente problema con el impago de los créditos empresariales y al consumo (que siguen estando en niveles muy reducidos, pero que inevitablemente tendrán que aumentar conforme avance la crisis económica). Además, los precios de los inmuebles han continuado desacelerándose en EEUU: sólo en el cuarto trimestre han caído un 8,9%, el mayor descenso en 20 años.

...y las agencias de calificación han vuelto a fallar...

Por este motivo, las agencias de calificación han continuado con su carrera de degradaciones masivas de los bonos hipotecarios y de las *tranches* de los CDO. En octubre Moody’s degradó valores por importe de 30.000 millones de dólares y Standard and Poor’s 22.000 millones, y Fitch 37.200 en noviembre. La mayoría de estas degradaciones eran valores que anteriormente habían sido puntuados con la máxima calificación (triple-A), lo que ahonda en el descrédito de las agencias de calificación.

En cuanto a las SIV, Standard and Poor’s llegó a recortar el 10 de diciembre los *ratings* de todo el papel comercial emitido por estos vehículos, hasta el punto de declararlas oficialmente muertas: “Las SIV son un tipo de instrumento que no creemos puedan perdurar en el futuro, por lo que les hemos asignado una perspectiva de futuro negativa”¹⁴.

Uno de los casos más humillantes que se vivió en el cuarto trimestre fue el de una de las CDO patrocinadas por Citigroup, Carina. En noviembre comenzó a liquidar sus activos y Standard and Poor’s se vio forzada a rebajarle su calificación hasta en 18 grados (desde AAA a CCC-). La liquidación del CDO forzó

“Los precios de los inmuebles en EEUU han caído un 8.9% en el cuarto trimestre, el mayor descenso en 20 años”

¹⁴ FT.COM. *S&P calls the death of the SIV*.(2007) <http://ftalphaville.ft.com/blog/2007/12/10/9480/sp-calls-the-death-of-the-siv/>

a S&P's a degradar la calificación porque a Carina sus activos se habían valorado mediante estimaciones (*mark-to-model*) y no a precios de mercado (*mark-to-market*). De este modo, el valor de los activos que afirmaba tener Carina era sólo hipotético, y muy distinto del que podía obtener por ellos en un mercado con crisis de liquidez.

Estos clamorosos errores de las agencias de calificación no se han producido por casualidad, sino que se derivan de la propia estructura problemática del sistema financiero internacional, en concreto por lo que se refiere a desconocimiento de la teoría económica y colusión con las autoridades reguladoras:

...como consecuencia de una mala teoría económica...

- Las agencias de calificación consideraron que el entorno económico imperante a la hora de efectuar el *rating* seguiría vigente de manera indefinida. El exceso de liquidez y los reducidos *spreads* de financiación aparecían a sus ojos como características de una nueva organización financiera que daba paso a una nueva era económica. No entendieron que el exceso de liquidez era la antesala de las restricciones futuras en la misma, esto es, que la manipulación a la baja de los tipos de interés en los mercados monetarios terminaría por revertir en malas inversiones y tipos de interés mayores en el futuro. Como ilustrativo ejemplo tenemos el caso de *Fitch*, quien en julio reconoció que sus *ratings* sobre los bonos hipotecarios se basaban en la hipótesis de que los precios de la vivienda nunca dejarían de subir¹⁵. Por este motivo, la diversificación de activos financieros que practicaban los fondos no daba lugar a una reducción efectiva del riesgo, ya que todos los productos se hallaban sujetos a un riesgo común que su propia existencia estaba contribuyendo a crear: la contracción crediticia.
- Asimismo, tampoco se valoraron correctamente los riesgos de liquidez, esto es, las pérdidas que podían emerger en caso de que tuvieran que liquidarse con urgencia buena parte de los activos de los fondos. Las agencias supusieron que el valor registrado de los activos era adecuado (pese a que muchos de ellos ni siquiera cotizaban en un mercado) y que podían transformarse en dinero a un descuento despreciable. Sin embargo, ambas hipótesis eran falsas: ni las valoraciones eran correctas ni, sobre todo, es posible liquidar grandes cantidades de un activo sin ir expandiendo al mismo tiempo el margen entre precio pedido y precio ofrecido.

"Las agencias de calificación no entendieron que el exceso de liquidez era la antesala de las restricciones futuras de la misma"

"La falta de competencia en el negocio de las agencias de calificación ha promovido que se convierta en una pata más de un sistema financiero con pies de barro"

...y de sus privilegios políticos.

- Por último, la falta de competencia en el negocio de las agencias de calificación ha promovido que se convirtieran en una pata más de un sistema financiero con pies de barro. Pese a que Moody's y Standard and Poor's tienen alrededor de un siglo de existencia, no fue hasta 1975 cuando la SEC obtuvo el monopolio para conceder licencias para poder ejercer como agencia de calificación mediante el título de "Nationally

¹⁵RODRIGUEZ, Robert L., *Absence of Fear* (2007).
http://www.fpdfunds.com/news_070703_absense_of_fear.asp

Recognized Statistical *Rating Organization*". La ausencia de libertad de entrada ha favorecido una cierta corrupción¹⁶ de las agencias de *rating*, cuyas calificaciones, pese a estar desprestigiadas, siguen siendo imprescindibles para el funcionamiento de los mercados de capitales.

"En el cuarto trimestre de 2007, los bancos estadounidenses experimentaron o abultadas pérdidas o caídas importantes de beneficios"

Para que las agencias de calificación recuperen su credibilidad son necesarios dos cambios esenciales: a) deben incorporar en sus modelos valorativos la teoría económica de la escuela austriaca que explica los fenómenos económicos de una manera mucho más completa, rica y realista que las teorías alternativas, b) la SEC debe acabar con la concesión de licencias para permitir que cualquier empresa pueda otorgar calificaciones crediticias a riesgo de erosionar su propia credibilidad y de que un potencial competidor de nueva entrada la desbanque.

Las agencias de calificación han actuado como correa de transmisión de los errores, por cuanto sus juicios han condicionado las acciones de muchos otros empresarios e inversores. Sin embargo, debe quedar claro que no son la causa de la crisis: ésta habría tenido lugar aun cuando las agencias hubieran realizado convenientemente su trabajo, simplemente porque los bancos centrales habrían expandido el crédito en la cantidad y durante el tiempo necesario para que los agentes económicos se apalancaran e invirtieran en proyectos insostenibles.

Esta situación de impagos crecientes ya se ha empezado a traducir en importantes pérdidas entre todos aquellos inversores que mantenían posiciones en bonos hipotecarios, CDOs, SIV, y CDS destinados a afianzar cualquiera de los anteriores instrumentos, básicamente los grandes bancos y las agencias *monoline*.

Los bancos han soportado las pérdidas de los impagos...

En el cuarto trimestre de 2007, los bancos estadounidenses experimentaron o abultadas pérdidas o caídas importantes de beneficios.

Citigroup experimentó unas pérdidas de 9.833 millones de dólares en el cuarto trimestre y un beneficio de 3.617 millones durante todo 2007 (2007 frente a los 21.538 de 2006, un 83% menos), después de registrar amortizaciones por pérdida de valor de bonos y deuda de 18.100 millones. Los beneficios de Bank of America se redujeron un 95% durante el cuarto trimestre, después de pérdidas de 5.028 millones de dólares asociadas a los CDOs. Morgan Stanley sufrió durante este cuarto trimestre las primeras pérdidas trimestrales de su historia 3.606 millones de dólares, que redujeron el beneficio de 2007 un 57%, tras amortizar 5.700 millones de dólares en créditos al sector *subprime*. Merrill Lynch

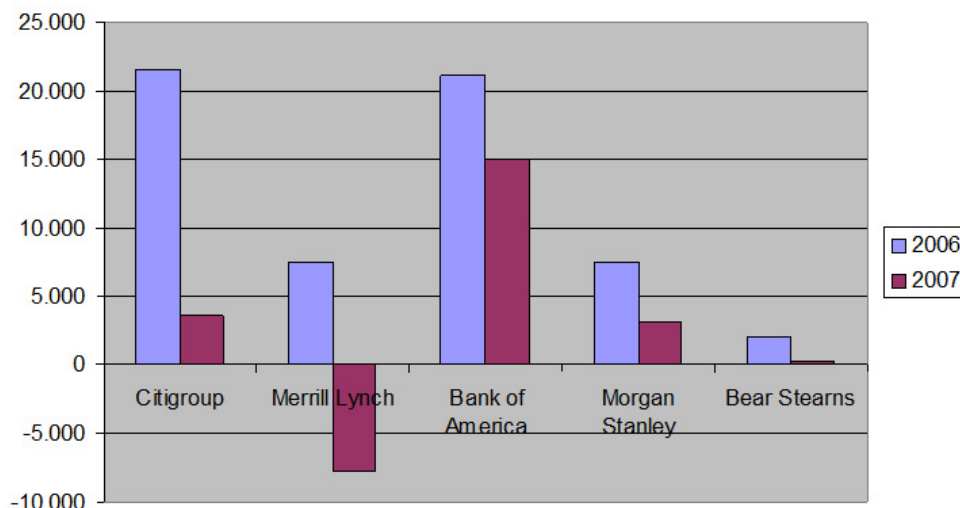
"Si quieren recuperar su prestigio, las agencias de calificación deben abrirse a la competencia e incorporar en sus modelos la teoría austriaca de economía"

¹⁶ Egans Jones, una agencia de calificación dedicada a fiscalizar a las agencias de calificación reconocidas por la SEC, recopiló a finales de 2002 algunos escándalos sonados y controvertidos:

- Cuatro días antes de su quiebra, le mantuvieron a Enron la calificación de "grado de inversión".
- Worldcom fue calificada de "grado de inversión" tres meses antes de quebrar.
- Las empresas de servicios públicos californianas fueron calificadas con A- dos semanas antes de declararse en default.
- La filial de AT&T en Canadá fue calificada como inversión siete meses antes de quebrar

perdió sólo en el cuarto trimestre 9.833 millones de dólares una vez amortizados 11.500 millones de hipotecas *subprime*, lo que le hizo arrojar unas pérdidas para el conjunto del año de 7.777 millones frente a un beneficio de 7.499 en 2006. Bear Stearns presentó unos beneficios en 2007 casi diez veces inferior al del año anterior y sólo en el cuarto trimestre perdió 859 millones de dólares.

Beneficios en 2006 y 2007 (en millones de dólares)



“Citigroup se vio forzada a vender 7.500 millones de dólares (el 4.9% de la propiedad del banco) a un fondo soberano de Abu Dhabi para obtener liquidez con la que hacer frente a las pérdidas derivadas de su exposición al sector *subprime*”

De hecho, Citigroup se vio forzada a vender 7.500 millones de dólares (el 4,9% de la propiedad del banco) a un fondo soberano de Abu Dhabi para obtener liquidez con la que hacer frente a las pérdidas derivadas de su exposición al sector *subprime*. Sin embargo, la cifra de 7.500 millones debe ser matizada, ya que Citigroup tendrá que pagar intereses por importe de 1.800 millones durante los próximos dos años al fondo de Abu Dhabi, lo que significa que el importe real de la venta fue de 5.700 millones¹⁷. Esto sólo viene a consolidar la idea de asfixia que transmite Citigroup: el precio de venta combinaba la venta de acciones con una especie de préstamo de 1.800 millones a devolver en dos años. Por poco atractivo que pudiera parecer el acuerdo, al menos Citigroup obtenía ahora 7.500 millones en caja para hacer frente a las contingencias.

Además, la procedencia de los fondos resulta bastante ilustrativa. Si EEUU ha podido expandir de una manera tan salvaje su inversión y su consumo durante los últimos años ha sido gracias a la financiación externa que obtenía derivada de que el dólar era una divisa de reserva internacional. Los exportadores de petróleo y otros productos (por ejemplo, chinos y japoneses) han ido acumulando grandes cantidades de dólares que ahora están regresando a EEUU para adquirir sus activos.

...pero también las agencias *monoline*...

Las agencias *monoline* (principalmente Ambac y MGIA), por otro lado, también están sufriendo los coletazos de la crisis. Estas empresas de seguro vendían CDS para garantizar la solvencia de distintos productos financieros (como bonos

¹⁷ BLOUDEK, Mark. *Citigroup: The Real Deal*. (2007) <http://www.minyanville.com/articles/C/index/a/15002>

hipotecarios o *tranches* de CDOs) y así rebajar el riesgo y el *spread* que sus emisores tenían que pagar a sus adquirentes.

El problema es que se emplearon un nivel de apalancamiento exagerado para hacer frente a sus obligaciones contingentes. Gracias a la expansión crediticia promovida por los bancos centrales, las agencias *monoline* confiaban en que ante un desembolso mayor del previsto, siempre serían capaces de recurrir a los mercados de capitales para captar capital, bien a través de emisiones de acciones, reaseguros o titulizaciones de deuda; esto es, carecían de un ahorro genuino y esperaban recurrir sistemáticamente a la captación del ahorro ajeno, lo que supone una clase especial de arbitraje de plazos y riesgos¹⁸ (lograr un capital actual que puede ser invertido ahora con la expectativa de reembolsarlo en el futuro captando deuda y pagando sus intereses con la rentabilidad precedente).

Las principales agencias *monoline* acumulan una deuda potencial de 3,3 billones de dólares, y apenas cuentan con unos fondos propios de 25.000 millones; dicho de otro modo, sólo poseen 1 dólar por cada 132 de los que tienen asegurados¹⁹. Por si esto fuera poco, las *monoline* concentraron una gran exposición de riesgo en el sector hipotecario y de productos financieros estructurados (CDOs).

Por ejemplo, a finales de 2007, Ambac aseguraba bonos hipotecarios *subprime* por valor de 8.800 millones de dólares y CDOs de 29.200²⁰ y MBIA tenía una exposición a CDOs por importe de 30.600. Si comparamos estas cifras con unos tímidos fondos propios de 5.650 millones y 6.960 millones respectivamente, puede uno comprender la magnitud del riesgo en el que ambas *monoline* incurrieron. De hecho, una conservadora estimación de JP Morgan sostiene que las *monoline* acumulan pérdidas de 29.000 millones de euros por su exposición al sector hipotecario, de modo que ya estarían técnicamente quebradas²¹.

Hay que tener en cuenta que Ambac y MBIA siguen ostentando un *rating* crediticio por parte de Moody's, S&P's y Fitch de triple-A. Si ante esta evidente situación de dificultades financieras, los *ratings* crediticios de las *monoline*

"Las principales agencias monoline acumulan una deuda potencial de 3.3 billones de dólares, y apenas cuentan con unos fondos propios de 25.000 millones; dicho de otro modo, sólo poseen 1 dólar por cada 132 de los que tienen asegurados"

"Pese a su precaria situación financiera, Ambac y MBIA siguen ostentando un rating crediticio por parte de Moody's, S&P's y Fitch de triple-A"

¹⁸ HUERTA DE SOTO, Jesús. *El problema surge en la medida en que la expansión crediticia de origen bancario distorsione todos los mercados de crédito y dé lugar a ciclos recurrentes de auge y recesión. En efecto, en la etapa del boom alimentado por la expansión crediticia se emprenden múltiples proyectos de inversión de forma artificial y sin base real que, en muchas ocasiones, son financiados a plazo y asegurados mediante el correspondiente seguro de crédito. Esto hace que las compañías especializadas en seguros e crédito asuman riesgos sistemáticos que por su propia naturaleza no son, como ya sabemos, técnicamente asegurables. Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos* (2006:464).

¹⁹ ROUBINI, Nouriel. *It is now time to downgrade the monoliners: a business model that cannot survive without an AAA rating is a business model that cannot fundamentally deserve an AAA rating.* (2007)

<http://www.rgemonitor.com/blog/roubini/233688/>

²⁰ CHRISTINE Richard. *Ambac Reinsures \$29 Billion Portfolio to Keep Rating.* (2007)

<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aNPOilxwdATg>

²¹ *Will Ambac and MBIA Survive?*

<http://globeconomicanalysis.blogspot.com/2007/11/will-ambac-and-mbia-survive.html>

“Los seguros de crédito sólo pueden practicarse a partir de un ahorro previo dirigido a respaldar una serie de impagos cuyo riesgo debe estar acotado y no puede verse influido por la propia acción aseguradora”

fueran rebajados, automáticamente lo serían los activos que habían recibido triple-A gracias a su aseguramiento.

Se estima que esta degradación comportaría unas pérdidas de entre 200.000 y 400.000 millones de dólares para las *monoline*, arrastrándolas a la quiebra total. De ahí que todas estas compañías hayan buscado financiación adicional durante el cuarto trimestre. Así, a principios de diciembre, MBIA logró vender parte de sus acciones por 1000 millones a Warburg Pincus LLC y Ambac consiguió reasegurar 29.000 millones de su deuda con Assured Guaranty Ltd.

Sin embargo, es harto improbable que estas operaciones surtan algún efecto, al menos en el conjunto del sistema económico. Las inyecciones de capital o los reaseguramientos sólo subrogan al inversor o al reasegurador en la posición deudora, de modo que serán ellos quienes sufran las pérdidas derivadas de los impagos de los bonos asegurados.

Los seguros de crédito sólo pueden practicarse a partir de un ahorro previo dirigido a respaldar una serie de impagos cuyo riesgo debe estar acotado y no puede verse influido por la propia acción aseguradora (*moral hazard*). Sin embargo, es evidente que en este caso, el imprudente crecimiento de los seguros de las agencias *monoline* no sólo guardó total desproporción con el riesgo que aseguraban, sino que contribuyó a expandir aun más el crédito y la mala deuda, que a su vez fue absorbida por esas agencias²².

En estos momentos, las discusiones sobre cómo rescatar las *monoline* están más relacionadas con quién asume las pérdidas que a evitarlas. No ha habido un ahorro previo suficiente para los riesgos que se aseguraban, por lo que el consumo de capital es inexorable.

Otro asunto relacionado, no obstante, es cuánto tiempo piensan mantener las agencias de calificación unos *ratings* disparatados, que parecen más destinados a engañar a los inversores que a arrojar luz sobre cuál es la verdadera situación del mercado.

...lo que ha provocado una mayor restricción del crédito...

Los malos resultados de los bancos y de las *monoline* han provocada una seria restricción en las concesiones de crédito, especialmente en el tramo residencial. Los bancos se han visto forzados a amortizar la deuda y dotar provisiones para las eventuales contingencias a las que tengan que hacer frente (tanto por venta

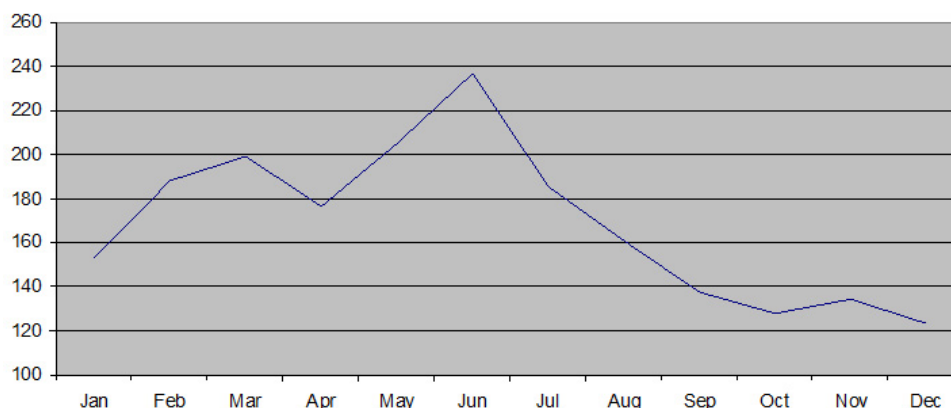
“Se estima que la degradación de los rating de las *monoline* les supondría unas pérdidas de entre 200.000 y 400.000 millones de dólares, arrastrándolas a la quiebra total”

²² HUERTA DE SOTO, Jesús. El caso es similar al del seguro de depósitos: *los fenómenos de retirada de depósitos se ven inexorablemente afectados e influidos por la existencia del propio seguro, de manera que no existe la necesaria independencia estocástica entre la existencia del «seguro» (coeficiente de reserva fraccionaria supuestamente establecido en función de la ley de los grandes números y la experiencia de los banqueros) y el acaecimiento del fenómeno (crisis y pánicos bancarios que en lugar a la retirada masiva de depósitos) que precisamente se pretende asegurar. Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos, (2006:307).*

de CDS o concesión de una línea de crédito a una SIV)²³. Por su parte, la credibilidad de las *monoline* para asegurar emisiones de bonos y rebajar el *spread* exigido por el inversor se ha visto sustancialmente minorado.

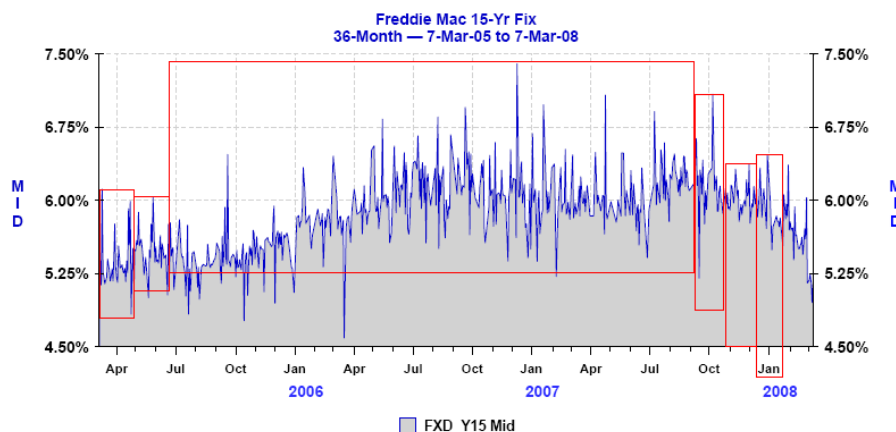
Por todo ello, las emisiones de bonos hipotecarios se han reducido sustancialmente en el último semestre, lo que a su vez ha limitado la capacidad de los bancos para extender el crédito, pese a las rebajas de tipos de la Fed.

Emisión de bonos hipotecarios (en miles de millones de dólares)

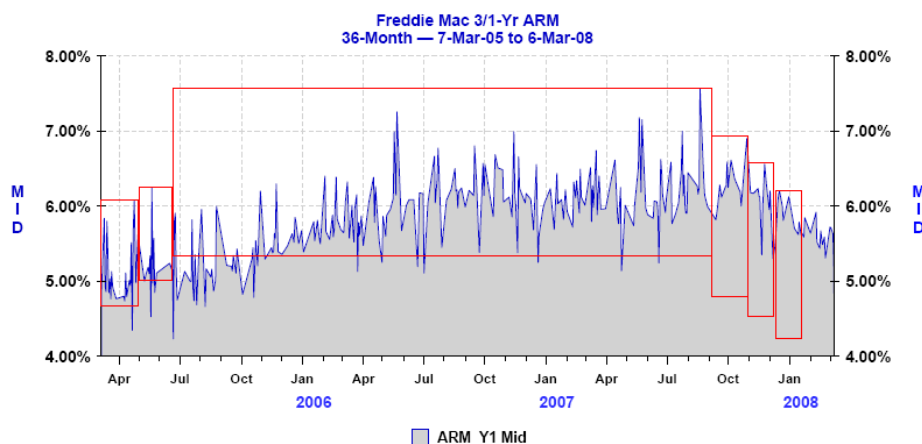


“Los tipos de interés de las hipotecas han mostrado una resistencia a reducirse a pesar de los recortes de tipos de la Fed”

En los siguientes gráficos podemos ver cómo los tipos de interés de las hipotecas han mostrado una resistencia a reducirse a pesar de los recortes de tipos de la Fed. Los recuadros rojos contienen el área entre el tipo de interés de intervención de la Fed y el máximo cargado a los prestatarios, tanto para las hipotecas a tipo fijo de 15 años como a las mixtas a tres años (tres años a tipo fijo y el resto variable):



²³ Si las turbulencias financieras perduraran, resulta verosímil imagina un incremento del atesoramiento de liquidez por parte de los bancos y una mayor restricción del crédito. Pág. 65 <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialstabilityreview200712en.pdf>



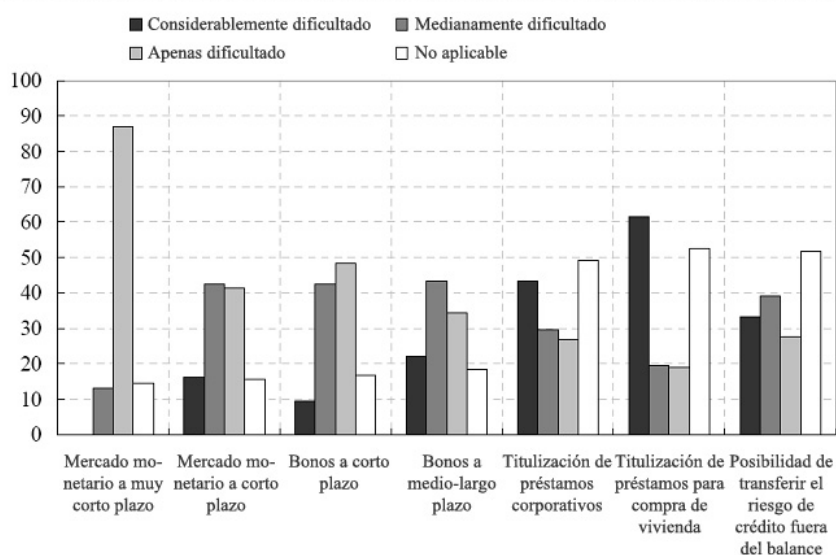
...que la Fed y el BCE apenas han podido remediar...

Conviene fijarse en que no sólo la altura de los rectángulos es cada vez mayor (lo que indica un mayor diferencial entre el tipo de interés de la Fed y el de mercado), sino sobre todo que, desde octubre, casi toda el área de los rectángulos está ocupada por los tipos de interés. Dicho de otro modo, antes de octubre la diferencia entre el tipo de interés máximo de un período y el de intervención de la Fed era algo esporádico y no recurrente (como acredita el área blanca), pero a partir de octubre, los enormes *spreads* entre tipos se han convertido en permanentes.

En la zona euro la restricción del crédito también ha tenido lugar de manera notable. Según el BCE: *Los resultados para el cuarto trimestre de 2007 de la encuesta de préstamos bancarios indican una mayor restricción de los estándares de crédito para las empresas (del 31% al 41%). Este fuerte incremento refleja un deterioro de las condiciones de los mercados financieros desde el inicio de las turbulencias financieras del pasado verano y un agravamiento de la situación de los bancos. Para el cuarto trimestre de 2007, los bancos también han manifestado una restricción aún más importante de los estándares de crédito para la adquisición de vivienda (del 12% al 21%). (...) Además, la demanda de préstamos hipotecarios ha caído considerablemente en el cuarto trimestre y fue significativamente negativa²⁴.*

²⁴ BCE. *The Euro Area Bank Lending Survey*. (2008)
http://www.ecb.int/stats/pdf/blsurvey_200801.pdf

Acceso al mercado mayorista financiero en los últimos 3 meses (porcentaje de bancos)



“La dificultad de los bancos europeos para seguir financiándose a través de la titulización de sus préstamos, forzó el cierre temporal del mercado europeo de los “covered bonds”

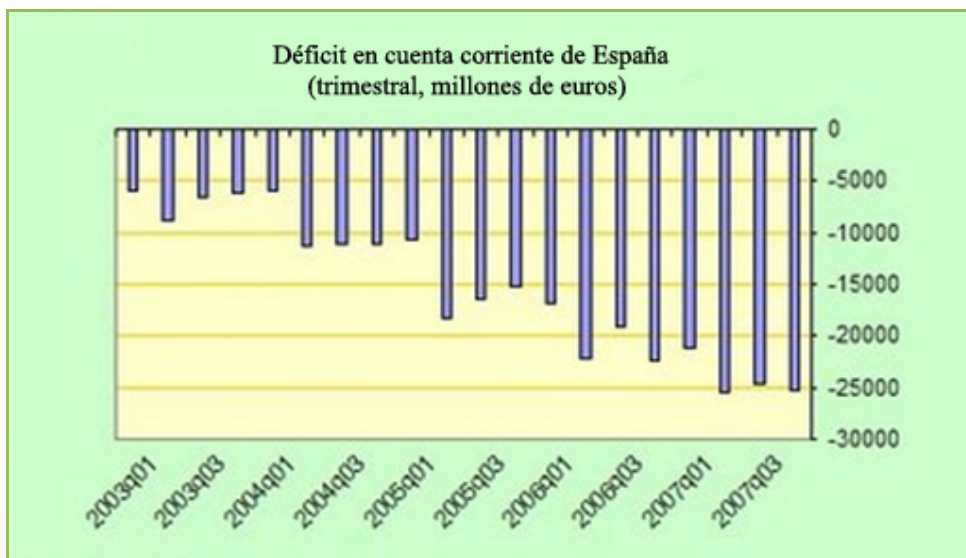
...forzando incluso el cierre del mercado europeo de bonos con garantía.

Esta dificultad de los bancos europeos para seguir financiándose a través de la titulización de sus préstamos, se plasmó en el cierre del mercado europeo de los “covered bonds” (bonos con garantía, en España cédulas hipotecarias) decretado el 21 de noviembre por el Consejo de Bonos Europeos con Garantía (European Covered Bond Council). La escasa negociación de estos instrumentos provocó un inusual incremento de los spreads, incluso entre los bonos más líquidos, lo que a su vez forzó la drástica decisión del ECBC. De acuerdo con la nota de prensa del Consejo de Bonos Europeos con Garantía: “En vista de la actual situación del mercado y con la finalidad de evitar un mayor ensanchamiento de los spreads, recomendamos suspender el tramo marketmaker interbancario de manera temporal, hasta el lunes 26 de noviembre”.

Los *spreads* se habían triplicado entre el precio ofrecido y el pedido durante agosto y septiembre como consecuencia de las importantes ventas de bonos que las entidades tuvieron que hacer para proveerse de caja. Durante octubre y noviembre se produjo una recuperación momentánea, hasta finales de noviembre cuando la preocupación por los colaterales de los bonos volvió a ampliar el *bid/offer spread*, lo que llevó a varias entidades (Allied Irish Banks Plc y el Abbey National Treasury Services) a suspender sus emisiones de *covered bonds*.

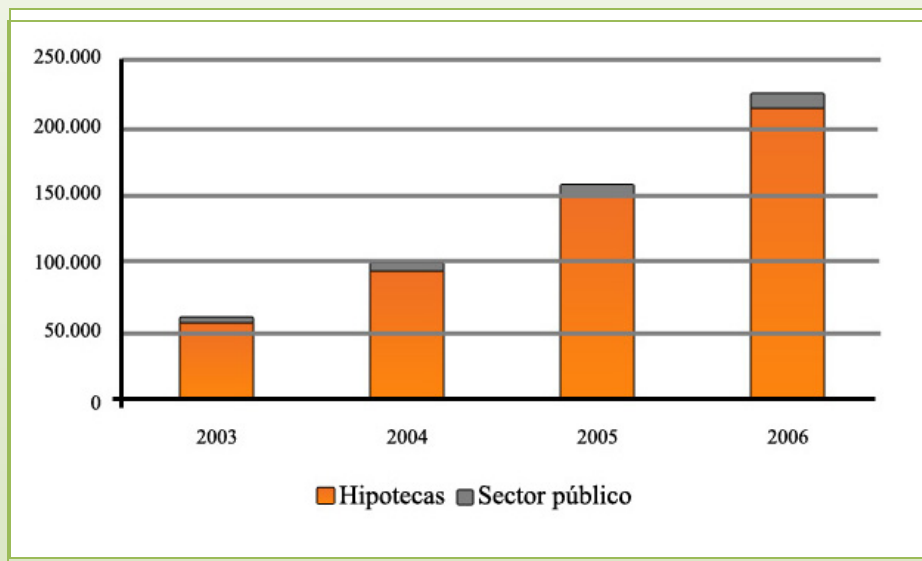
El caso de las cédulas hipotecarias españolas, dentro del mercado europeo de *covered bonds*, es particularmente importante, tanto por la importancia relativa que han ido adquiriendo como por las repercusiones sobre el conjunto del sistema financiero español.

Durante los últimos años, España ha tenido un déficit estructural de financiación que puede aproximarse por la cuantía del déficit por cuenta corriente.



Las entidades de crédito españolas han tenido que captar pasivos en el extranjero para financiar su expansión del crédito, habida cuenta de la insuficiencia del ahorro interno.

El instrumento por excelencia para lograrlo ha sido la emisión de cédulas hipotecarias, cuya cuantía ha explotado en los últimos años.



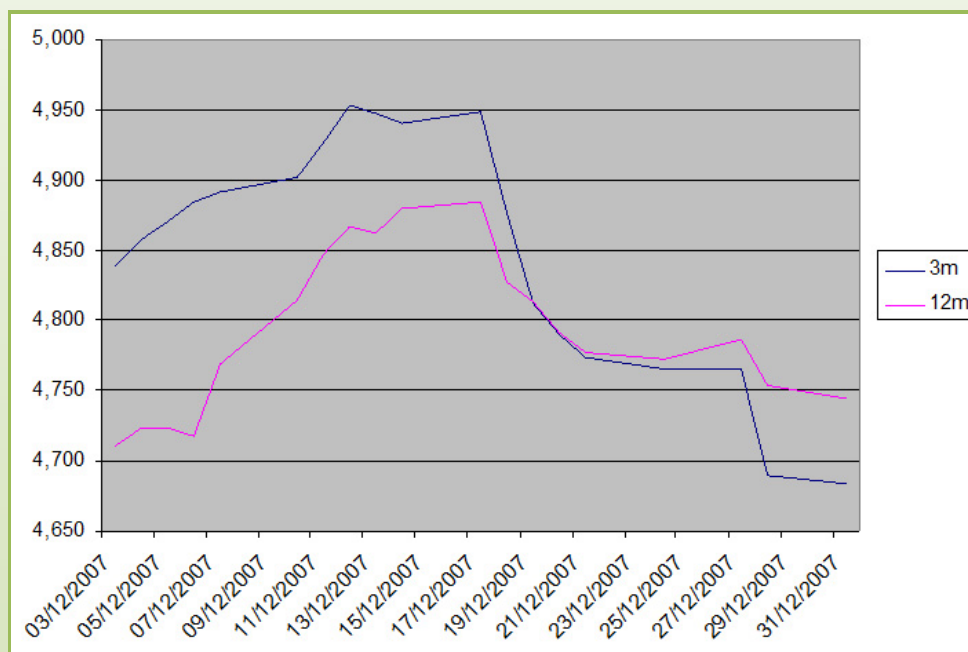
La cédula hipotecaria consiste en un bono que vende la entidad de crédito a un conjunto de inversores a cambio de una rentabilidad periódica que espera extraer de la rentabilidad de la hipoteca que ha concedido con cargo a los fondos obtenidos. La solvencia de las cédulas, en principio, está garantizada además por los inmuebles subyacentes a la hipoteca. Por este motivo, las entidades de crédito (en especial las Cajas de Ahorro) habían logrado vender las cédulas hipotecarias ofreciendo una rentabilidad muy reducida.

²⁵ Covered bonds outstanding Spain (sólo los que cotizan en el AIAF), del European Covered Bond Factbook, (septiembre 2007)

Las técnicas para emitir cédulas hipotecarias no eran, en realidad, más que otra forma de arbitrar los tipos de interés y los plazos de vencimiento de los créditos, causa última del ciclo económico. La mayor parte de las cédulas se emitían ofreciendo una rentabilidad de Euribor a 3 meses más un *spread*; en cambio, los fondos se utilizaban para conceder hipotecas al Euribor a 12 meses más el correspondiente *spread*. Cabe esperar que el Euribor a 12 meses sea superior al Euribor a 3 meses, debido a que el plazo de vencimiento y el riesgo son mayores. Las Cajas de Ahorro esperaban aprovecharse de estas discrepancias, endeudándose a corto (deuda indexada a Euribor a 3 meses) e invirtiendo a largo (rentabilidad indexada a Euribor a 12 meses).

Por si esto fuera poco, las cédulas se emitieron con un plazo de vencimiento de entre 10 y 15 años, mientras que las hipotecas se concedieron a plazos de 25, 30 o incluso 50 años. Las Cajas de Ahorros esperaban poder realizar una nueva emisión de cédulas en condiciones similares (*roll-over*) cuando vencieran las actuales. Se trata de una técnica similar (aunque con plazos más dilatados) a la empleada por las SIV y su *roll-over* permanente de papel comercial²⁶.

Ya explicamos en el anterior boletín por qué este arbitraje ilícito de tipos de interés está condenado al fracaso. En el caso de las cédulas hipotecarias, durante el mes de diciembre se produjeron las primeras señales de alarma ya que a que el Euribor a 3 meses se situó por encima del Euribor a 12 meses hasta mediados de mes, debido a que iban a caducar numerosas operaciones repo a corto plazo del BCE que, en principio, no se sabía si se iban a renovar²⁷.



Esto colocó a las Cajas en una situación en la que soportaban las pérdidas derivadas de la inversión de la curva de rendimientos: tenían que pagar un Euribor a 3 meses más elevado que el Euribor a 12 meses que cobraban.

²⁶ Spain At A Glance January 2008.

<http://spainconomy.blogspot.com/2008/02/spains-balance-of-payments-bank-funding.html>

²⁷ Ver infra.

Fue por este motivo que las Cajas se vieron obligadas a recurrir al Banco Central Europeo durante el mes de diciembre para descontar sus cédulas hipotecarias en una proporción más de dos veces superior a su media histórica²⁸.

En realidad lo que estaba haciendo el BCE es monetizar deuda de mala calidad a tipos de interés muy inferiores a los que los inversores privados estaban dispuestos a percibir: en concreto convertía temporalmente en líquido activos que no lo son a un valor que el mercado considera excesivo, lo que obviamente termina trasladándose en inflación.

Sin embargo, este no es el problema más grave que se plantea en torno a las cédulas hipotecarias. Hay que tener en cuenta que las Cajas están mostrando una creciente dependencia para obtener liquidez de los descuentos sobrevalorados que está efectuando el BCE. Sin embargo, el BCE puede descontar estos activos porque mantienen una calificación crediticia triple-A. Si la crisis inmobiliaria se generaliza en España y la morosidad repunta, no es inverosímil esperar que las agencias de calificación se vean forzadas a rebajar el *rating* de las cédulas, tal y como hicieron en EEUU. En esos casos, el grifo de la liquidez se cerraría para las Cajas, que se verían forzadas a liquidar parte de sus activos subyacentes en procesos muy similares a los descritos para los CDO o las SIV.

Por otro lado, y aun en el caso de que el anterior escenario no se materialice, hay que tener en cuenta que dentro de unos 10 años las cédulas hipotecarias vencerán, de modo que las Cajas tendrán que realizar una nueva emisión para renovar la anterior. El problema es que la anterior emisión se realizó a unos tipos de interés muy favorables (Euribor a 3 meses más un pequeño *spread*) debido a la burbuja inmobiliaria y crediticia; dentro de diez años es poco probable que esos tipos de interés puedan volverse a obtener. Tengamos en cuenta que los precios de la vivienda ya han dejado de crecer en España y que, si atendemos a los cálculos que hemos efectuado desde el Observatorio de Coyuntura Económica del Instituto Juan de Mariana, los precios de los inmuebles tendrán que caer al menos un 20%²⁹, disminuyendo la calidad de las garantías hipotecarias.

Si este fuera el caso, las Cajas tendrían que endeudarse a unos tipos de interés superiores a los que perciben por las hipotecas, con las consecuentes pérdidas de capital que ello comportaría.

²⁸ En concreto, pidieron prestado 44.000 millones de euros frente a su media histórica de 20.000 millones, y además lo hicieron, a diferencia del pasado, utilizando sobre todo cédulas hipotecarias que no pudieron colocar en los mercados secundarios, por el enfriamiento ya mencionado. <http://www.ft.com/cms/s/0/64797fd2-d8eb-11dc-8b22-0000779fd2ac.html>

²⁹ “Los precios de la vivienda y la burbuja inmobiliaria en España (1985-2007)”, Observatorio de Coyuntura Económica del Instituto Juan de Mariana, <http://www.juandemariana.org/estudio/1898/precios/vivienda/burbuja/inmobiliaria/espana/>

Los inversores han buscado la liquidez de manera desesperada...

Lo cierto es que en todo el cuarto trimestre se ha producido una dinámica que en la literatura económica suele conocerse como “*scramble for liquidity*” o lucha por lograr la liquidez. Ante las necesidades presentes y la perspectiva futura de carencia de caja, los diversos inversores han tratado de trocar sus activos menos líquidos por otros más líquidos. El problema es que esos activos líquidos son progresivamente más escasos, tal y como ilustra la denominada pirámide invertida de John Exter,

Pirámide invertida de John Exter



La base de la pirámide contiene los activos menos líquidos y conforme se desciende la liquidez va aumentando, hasta alcanzar el oro, el vértice de la pirámide y el activo más líquido que existe, por ser el único activo financiero que no es el pasivo de nadie más (es decir, no puede resultar impagado).

Una de las características más visuales de esta pirámide es que está invertida, esto es, que los tramos más líquidos del mercado son más escasos que los menos líquidos. Por ello, no es posible incrementar la liquidez de todos los activos a la vez por su valor nominal. En momentos de un fluido comportamiento del mercado, un inversor aislado puede tener la ocasión de incrementar su liquidez sin sufrir ninguna pérdida de valor; pero cuando todos los inversores pretenden incrementar su liquidez al mismo tiempo, los activos menos líquidos tendrán que soportar un descuento frente a los más líquidos.

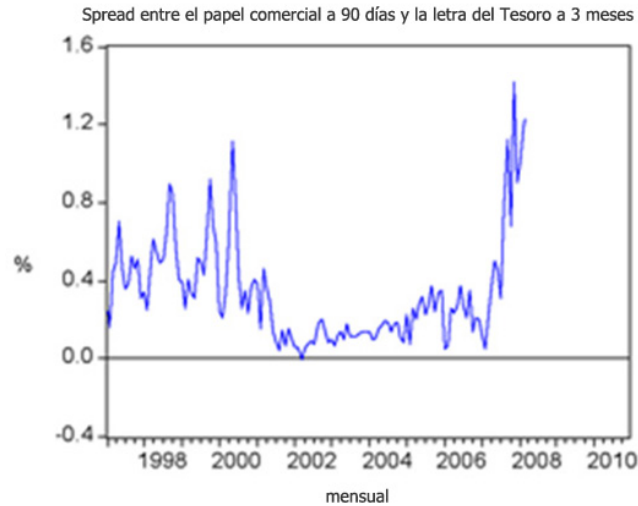
En la actual coyuntura, sin embargo, algunos escalones de la pirámide invertida de Exter deberían ser modificados, en especial el referido a las materias primas (cuya liquidez se ha visto momentáneamente incrementada gracias a la burbuja que desde agosto se ha creado³⁰) y las letras y los bonos del tesoro que

³⁰ Ver capítulo 5 del primer boletín e infra.

progresivamente se están volviendo más líquidos que los depósitos a la vista en dólares.

La verificación de la pirámide de Exter desde agosto ha sido tremendamente precisa. Ya hemos visto cómo los *spreads* de los bonos hipotecarios, de los CDO y del papel comercial de las SIV se han incrementado de manera sustancial³¹ (de modo que su precio caía ante la abundante oferta y escasa demanda).

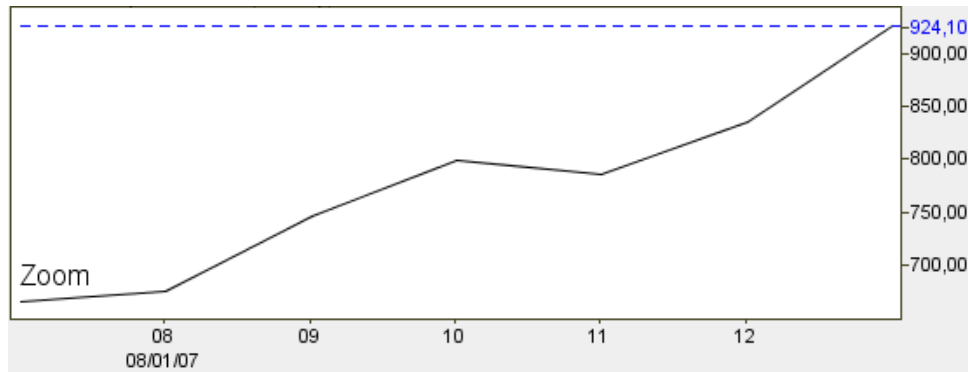
“La demanda y el precio del oro y la deuda pública se han disparado”



32

...que se observa claramente en el precio del oro y de las letras del Tesoro...

Lo contrario ha ocurrido en el caso del oro y de las letras del Tesoro. La demanda de oro se ha disparado junto con su precio:

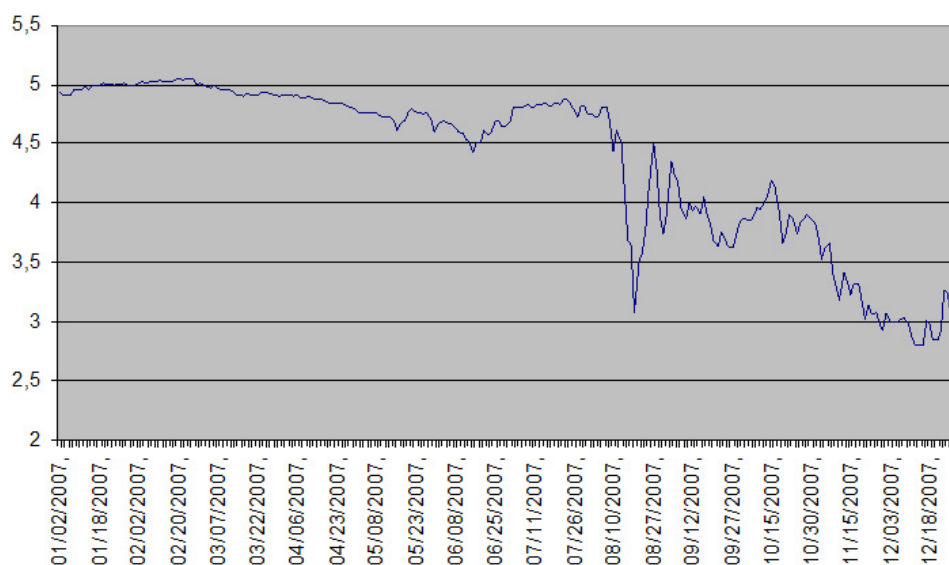


Del mismo modo, los rendimientos de la deuda pública han caído, lo que significa que su demanda ha aumentado significativamente. Esta disminución del rendimiento se ha producido tanto en las letras que vencen a corto plazo como en las que vencen a un plazo más prolongado.

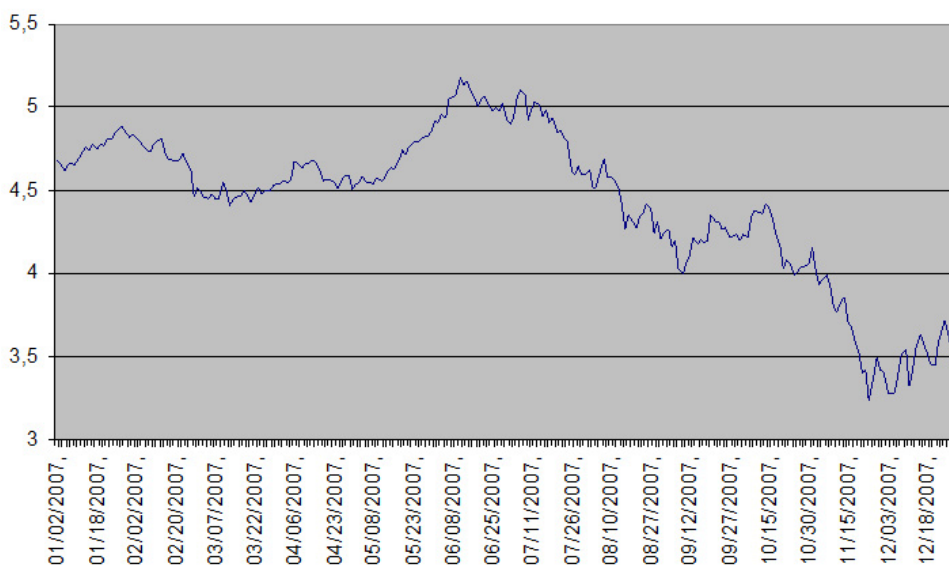
³¹ Ver capítulo 4 del primer boletín.

³² SHOSTAK, Frank. *Why the Fed Can't Do What It Wants to Do.* (2008) <http://www.mises.org/story/2934>

Rendimiento de la letra del Tesoro a 3 meses



Rendimiento de la letra del Tesoro a cinco años

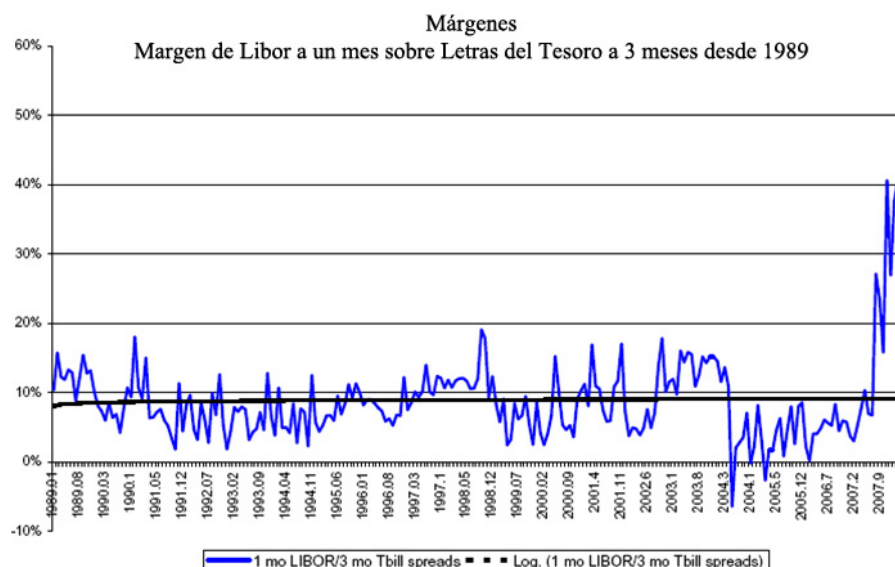


Es reseñable, por ejemplo, que en el caso de la letra a tres meses se produjo una caída brusca de la rentabilidad durante el mes de agosto, precisamente el mes en pánico financiero global. En ese momento, los inversores trataron de adquirir liquidez mediante las letras a tres meses, dando lugar a caídas en sus rendimientos.

Pero quizá el hecho más reseñable no sea la caída de unas tasas de rendimiento que ha coincidido con unos recortes de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal, sino que esa caída ha sido desproporcionada con respecto a las rebajas de tipos.

En el siguiente gráfico podemos observar la rentabilidad adicional que está proporcionando el mercado interbancario LIBOR sobre la letra del Tesoro a tres

meses. En el último trimestre, la rentabilidad del LIBOR llega a ser un 50% superior al de la letra del Tesoro, lo que significa que los bancos no se prestan entre sí contra activos poco líquidos (por ejemplo bonos hipotecarios), sino que prefieren depositar sus fondos en las letras del Tesoro.



“En el último trimestre, la rentabilidad del LIBOR llega a ser un 50% superior al de la letra del Tesoro, lo que significa que los bancos no se prestan entre sí contra activos poco líquidos”

33

El gráfico además constata que en la actual coyuntura económica, la mayoría de inversores considera que la deuda pública es más segura y líquida que los depósitos bancarios; o dicho de otro modo, los inversores confían más en los pasivos del Tesoro que en los pasivos bancarios.

“La mayoría de inversores considera que la deuda pública es más segura y líquida que los depósitos bancarios”

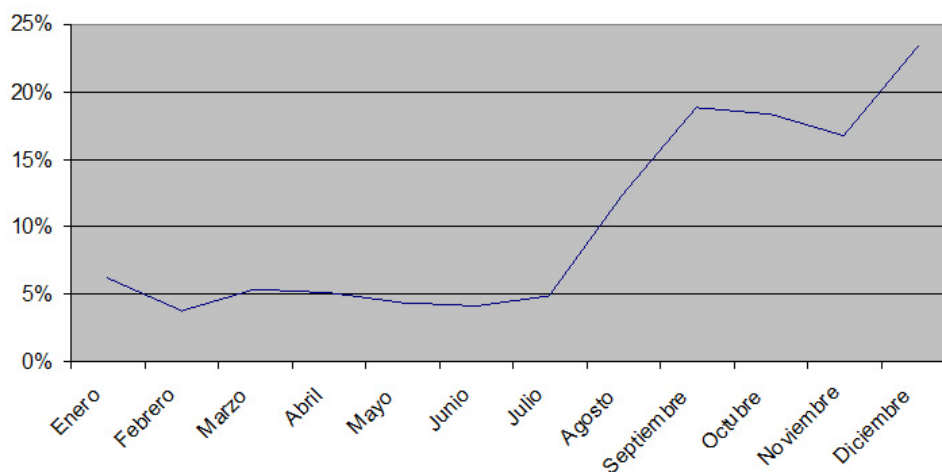
Al fin y al cabo, los depósitos bancarios están respaldados por activos de muy mala calidad (como hipotecas *subprime*) mientras que los pasivos del Gobierno cuentan con su capacidad recaudatoria sobre toda la economía para repagar la deuda.

Se trata de un proceso que también se observa en el caso español y alemán, si bien no con tanta intensidad debido al menor crédito del Gobierno (pese a la mejor salud de las finanzas públicas) y de la economía en su conjunto.

³³ Fed's New Role as Pawnbroker.(2008)

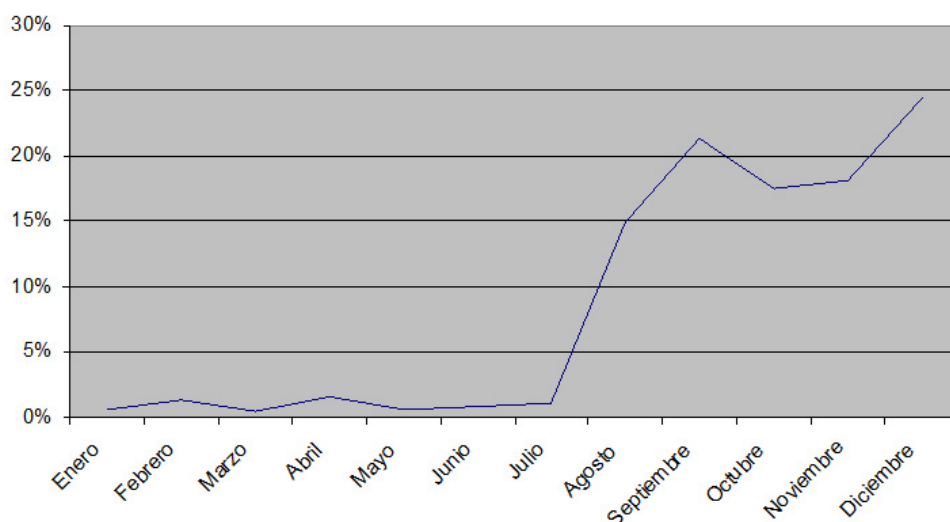
<http://globaleconomicanalysis.blogspot.com/2008/03/feds-new-role-as-pawnbroker.html>

Rentabilidad relativa del Euribor a 3 meses sobre la letra del tesoro a 3 meses en 2007



Rentabilidad relativa del Euribor a 3 meses sobre la letra del tesoro a 6 meses alemana

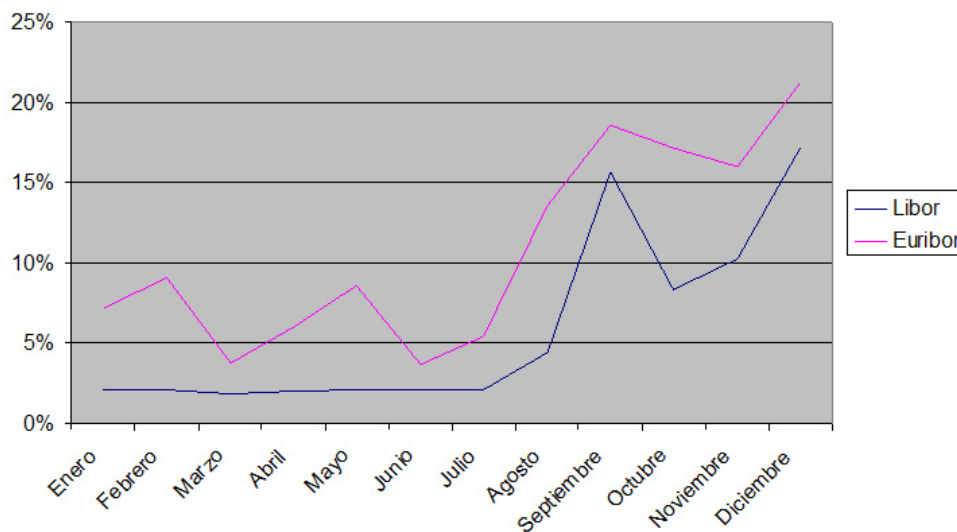
“Los bancos centrales van perdiendo su capacidad para influir en el tipo de interés al que se prestan dinero los bancos”



...que frustra los intentos de expansión crediticia de los bancos centrales.

Estas discrepancias también se han dado entre los mercados monetarios y los tipos oficiales de intervención. Como se observa en el siguiente gráfico, el *spread* entre el tipo de intervención de la Fed y el BCE con respecto a los tipos medios a tres meses de sus respectivos mercados monetarios (Libor y Euribor) se ha disparado desde agosto. En otras palabras, los bancos centrales van perdiendo su capacidad para influir en el tipo de interés al que se prestan dinero los bancos.

Spread a 3 meses sobre los tipos de intervención de los bancos centrales



“El crédito adicional que están tratando de inyectar los bancos centrales no está afluyendo hacia la inversión, sino a la acumulación de liquidez en forma de oro (y otras materias primas) y letras del tesoro”

Así pues, el crédito adicional que están tratando de inyectar los bancos centrales no está afluyendo hacia la inversión, sino a la acumulación de liquidez en forma de oro (y otras materias primas) y letras del tesoro. El motivo ya ha sido explicado en numerosas ocasiones: los bancos confrontan una crisis de solvencia y, como consecuencia de ella, de liquidez. Por consiguiente, existe una renuencia a prestarse dinero entre sí contra unos activos de mala calidad.

Las consecuencias ya se han detallado más arriba: el crédito de inversión (particularmente en el mercado inmobiliario) se ha restringido pese a las rebajas de tipos y, por consiguiente, los fundamentales de este sector siguen deteriorándose, junto a la calidad de los activos bancarios (hipotecas) que se habían constituido colateralizado por él.

Para combatir este escenario de contracción crediticia, las autoridades económicas y monetarias han articulado distintos planes, cuyo contenido pasamos a estudiar a continuación.

4. La hora de los grandes planes

Los políticos han tratado de remediar la crisis con distintas soluciones...

Como decimos, los distintos reguladores públicos, en un intento por volver a encauzar los desajustes que ellos mismos habían venido creando, han pasado a adoptar distintos tipos de medidas durante el cuarto trimestre. Si en agosto y septiembre las acciones más destacadas consistieron en inyecciones de liquidez y en tímidas rebajas de tipos, a partir de octubre el número de iniciativas se ha disparado.

Como ya explicamos en el anterior boletín y hemos visto en el punto anterior, las rebajas de tipos de interés simplemente no pueden remediar el problema de fondo de la presente crisis porque estamos ante una crisis de solvencia, y como consecuencia de ésta, de liquidez. Cuando un activo entra en *default* su valor se hunde irremediablemente, por mucho que se expanda el crédito.

En el cuarto trimestre, las infructuosas iniciativas para incrementar las facilidades crediticias han proseguido, corregidas y aumentadas, combinadas con otras dirigidas a incrementar la renta disponible de los deudores.

Plan de acción internacional entre Bancos Centrales

El pasado 12 de diciembre varios bancos centrales internacionales presentaron una serie de acuerdos dirigidos a aliviar las tensiones que desde finales de noviembre se venían viviendo en los mercados interbancarios, tal y como hemos analizado con anterioridad.

El acuerdo es un trasunto de la reunión que en 1927 ya mantuvieron los principales bancos centrales del mundo con la idéntica pretensión de estabilizar a la baja los tipos de interés. En aquel momento la reunión se produjo para limitar la conversión de oro que los bancos centrales de Francia y Alemania estaban realizando al albur de la expansión crediticia de Reino Unido y EEUU³⁴.

En esta ocasión, el acuerdo conjunto entre el Banco Central Europeo, la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra, el Banco de Canadá y el Banco de Suiza se debió a la necesidad de asegurar unos tipos de cambio fijos entre las distintas divisas (*swaps*) para proporcionar financiación en dólares a todos los bancos comerciales que caen bajo la jurisdicción de otras autoridades monetarias distintas de la Fed.

El mecanismo, por consiguiente, coordinó una expansión del crédito de la Fed con acuerdos en materia de divisas.

³⁴ ANDERSON, Benjamin. *Economics and the Public Welfare*, (188-189)

“Con la TAF la Fed se subroga temporalmente en la posición de un acreedor que posee deuda en riesgo de impago y, lo que es peor, expande el crédito en los mercados monetarios contra esos valores inflados y artificiales”

Para el primer punto, la Fed creó un nuevo mecanismo de provisión de liquidez, la llamada *Temporary Auction Facility* (TAF). Hasta la fecha, la Fed contaba con dos instrumentos para este objetivo: las operaciones de mercado abierto y la ventanilla de descuento. Las primeras consistían en subastas a través de operaciones repo a corto plazo sobre activos muy líquidos y concretos, como las letras del tesoro. Las segundas consistían en un descuento de una amplia variedad de activos a iniciativa de los bancos para un plazo muy corto de 24 horas.

Dicho de otro modo, las operaciones de mercado abierto tenían una ventaja para los bancos comerciales sobre la ventanilla de descuento (el mayor plazo) y dos inconvenientes (el menor número de activos elegibles y la ausencia de iniciativa de los bancos para solicitar los fondos). Inversamente, la ventanilla de descuento tenía dos ventajas sobre las operaciones de mercado abierto (la mayor amplitud de activos elegibles y la iniciativa de los bancos para solicitar los fondos) y un inconveniente (el muy corto plazo de la operación).

La TAF ha fusionado las ventajas de las operaciones de mercado abierto con parte de las ventajas de la ventanilla de descuento. Mediante una subasta a iniciativa de la Fed, este banco central presta nuevos fondos a 28 días contra el amplio elenco de activos contemplado en la ventanilla de descuento, entre los que se encuentran CDOs calificados como triple-A y bonos hipotecarios sin calificación crediticia.

Sistema de Reserva Federal
 Tabla de Descuentos y avales PSR
 Efectivo: 22 de Septiembre de 2006

Categoría de aval	Valor descontado cuando existen precios de mercado (% del valor de mercado)			Valor descontado en ausencia de precio de mercado
	Duración			
	0 a 5	>5 a 10	>10	
Activos titulizado – AAA (incluye CDO)	98%	96%	93%	85%
Activos titulizados – no AAA (no incluye CDO)	97%	95%	92%	80%
Bonos respaldados por hipotecas comerciales – AAA	97%	95%	92%	80%
Bonos hipotecarios	98%	96%	93%	90%
Obligaciones hipotecarias – AAA	97%	95%	92%	80%
Valores preferentes emitidos por fideicomisos	94%	92%	90%	70%
Fondos de inversión común		90%		
Compañías patrocinadas por el gobierno (FNMA, FHLM)		87%		
Aceptaciones bancarias, certificados de depósitos, y papel comercial		97%		95%

...unas monetizan de manera casi permanente la mala deuda...

La decisión es enormemente problemática, ya que la mayoría de esos activos (como los bonos hipotecados o el CDO) carecen a día de hoy de mercado (y mucho menos a los precios registrados en el balance de los bancos) debido a la insolvencia de sus subyacentes. Ni siquiera puede considerarse la calificación crediticia de los CDO una garantía de solvencia, habida cuenta del desprestigio de las agencias de *rating* y las frecuentes degradaciones que ya hemos analizado.

Con la TAF la Fed se subroga temporalmente en la posición de un acreedor que posee deuda en riesgo de impago y, lo que es peor, expande el crédito en los mercados monetarios contra esos valores inflados y artificiales. De hecho, la Fed

está utilizando como referencia para el colateral, los valores que tenían esos activos a 22 de septiembre de 2006, momento en el que la burbuja financiera se encontraba en su cenit³⁵.

La TAF, por consiguiente, vuelve a incurrir en el típico error de diagnóstico de la Fed sobre la situación actual: confundir una crisis de solvencia con una crisis de liquidez. Los activos carecen de mercado precisamente porque existen fundadas dudas sobre su solvencia. Al expandir el crédito contra esos activos, la Fed sólo proporciona liquidez de manera coactiva para solucionar presiones a muy corto plazo, con la consecuencia de monetizar mala deuda, envilecer la moneda y generar inflación de precios.

Sin embargo, la TAF no supone ninguna solución a los problemas de fondo. Conforme esos activos de mala calidad vayan siendo impagados, degradados y dados de baja en los balances, la Fed perderá la habilidad de expandir el crédito, a menos que pretenda nacionalizar la mala deuda consolidándola en su propio balance.

Por muy absurdo que pudiera parecer este propósito, existen temores fundados sobre que la Fed esté barajando seriamente esta posibilidad. En principio, la TAF se tomó como una medida excepcional para ayudar a cuadrar los balances de los bancos a final de año. Sin embargo, como suele suceder con las intervenciones del Estado en la economía, la Reserva Federal ha decidido renovarla de manera indefinida, lo que de facto supone un *roll-over* permanente de mala deuda.

El problema es que si la Fed nacionaliza la mala deuda de los bancos comerciales, el emisor del dólar podría verse desprovisto de todos sus activos (cuyo valor se estima en 0,9 billones de dólares) con lo que el dólar sería repudiado como reserva de valor, dando lugar a la hiperinflación y a una redistribución de las pérdidas de capital, desde los deudores a los ahorradores (que a su vez podría dar lugar a impagos sobre las deudas de los ahorradores).

Los *swaps* de divisas se suscribieron con el Banco Central Europeo y el Banco de Suiza por importe de veinte mil millones de dólares y seis mil millones de dólares respectivamente y tenían como objetivo permitir acceder a los bancos comerciales europeos y suizos a la liquidez en dólares resultante de las operaciones TAF. Para ello, el Banco Central Europeo se comprometió a prestar dólares contra el colateral aceptado por sus respectivos bancos centrales en al menos dos operaciones coordinadas con la TAF (una en el caso del Banco de Suiza).

Pese a que el mayor riesgo que confrontan el BCE y el Banco de Suiza es la quiebra de la Reserva Federal (esto es, que no recuperaran los euros prestados y tuvieran que quedarse con una moneda que no vale nada³⁶), lo cierto es que, en cualquier caso, ambos bancos centrales han aumentado el crédito contra activos

“El problema es que si la Fed nacionaliza la mala deuda de los bancos comerciales, el emisor del dólar podría verse desprovisto de todos sus activos con lo que el dólar sería repudiado como reserva de valor”

³⁵ Los CDO sin valor de mercado los paga, por ejemplo, a 85 céntimos por dólar.

http://www.dealbreaker.com/2007/12/fed_using_very_old_valuations.php

³⁶ Por inverosímil que pueda parecer este escenario, es análogo a lo que le sucedió al Banco de Francia cuando en 1931 el Banco de Inglaterra suspendió la convertibilidad de la libra con el oro.

de mala calidad, por lo que sus monedas se envilecerán (no necesariamente con respecto al dólar, sino a los activos más líquidos como las materias primas o la deuda pública).

Por último, el Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá simplemente se comprometieron a expandir el crédito con una mayor cantidad de repos a corto y largo plazo para los que se admiten una mayor variedad de activos, incluidos bonos hipotecarios triple-A. Hay que tener en cuenta que los sistemas financieros de estos bancos centrales ya estaban confrontando sus propios problemas de liquidez (que traían causa en problemas de solvencia de fondo). En el caso de Reino Unido el caso paradigmático ha sido el del Northern Rock; en Canadá la presión más directa procede de la congelación del mercado de papel comercial.

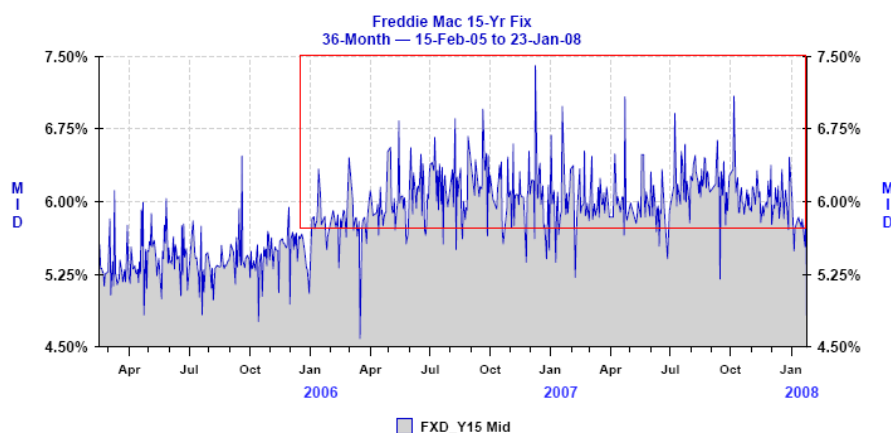
El análisis en ambos casos es similar al efectuado con la Fed: falsas soluciones a corto con muy nocivas consecuencias sobre la moneda.

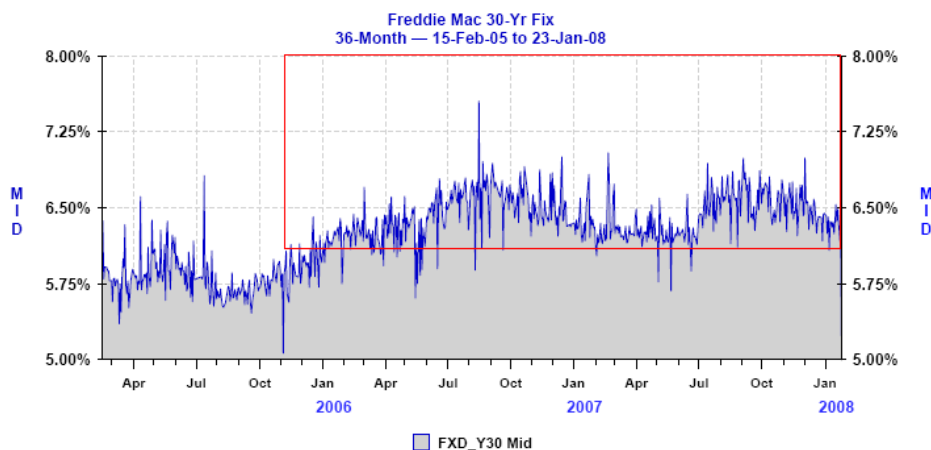
Rebajas de tipos de la Reserva Federal

Durante el cuarto trimestre la Reserva Federal acometió dos rebajas de los tipos de interés de mercado abierto hasta el 4,25%; tanto el 31 de octubre como el 11 de diciembre rebajó los tipos en 25 puntos básicos.

La medida va claramente enfocada a reducir los tipos de interés del mercado LIBOR para tratar de minorar la carga financiera que están soportando familias y empresas. No obstante, ya hemos comentado cómo esas rebajas son cada vez menos efectivas a la hora de afectar al interbancario porque los bancos siguen siendo renuentes a prestarse entre sí debido a que sus activos están contaminados con millones de dólares de activos en *default*.

Los efectos de estas rebajas han tenido, por tanto, un escaso efecto sobre los deudores. En concreto, los hipotecados a tipo fijo apenas tienen incentivos a refinanciar su hipoteca:

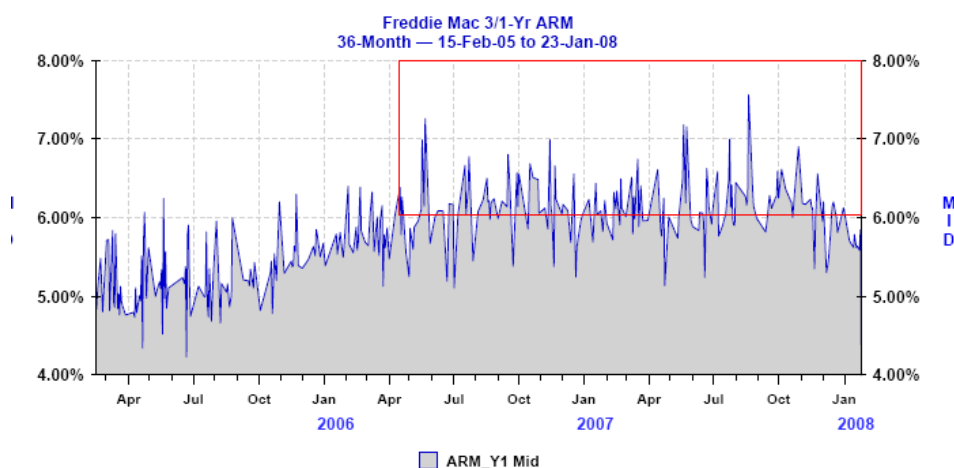




Los tipos de interés siguen aproximadamente al nivel de enero de 2006, por consiguiente, sólo aquellos que se concedieron a partir de estas fechas pueden tener alguna ganancia (que probablemente se vea erradicada con las comisiones de cancelación anticipada, de apertura y otros gastos y comisiones de formalización de la hipoteca).

“Tras los recortes de tipos de la Fed, los tipos de interés de mercado siguen aproximadamente al nivel de enero de 2006: sólo aquellos que se concedieron a partir de estas fechas pueden tener alguna ganancia”

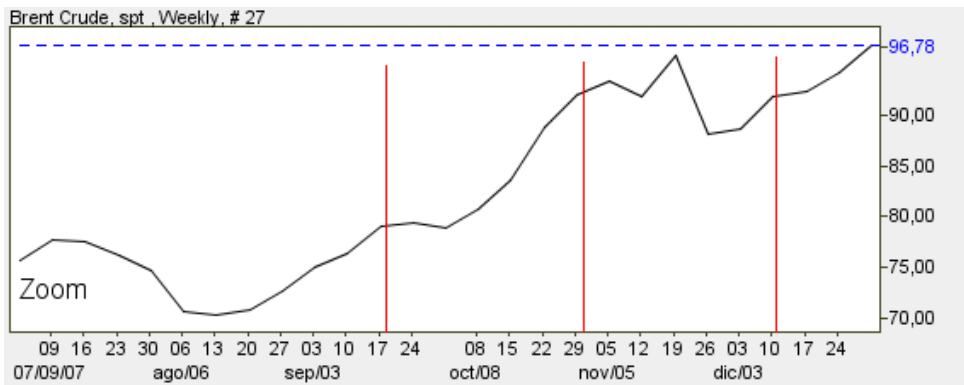
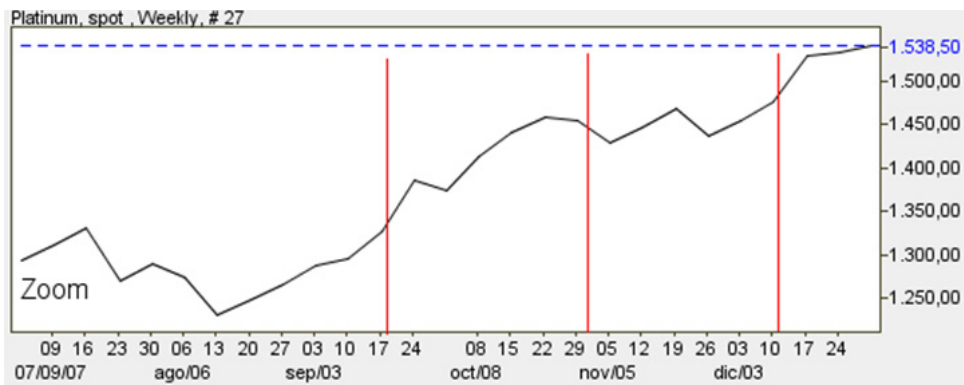
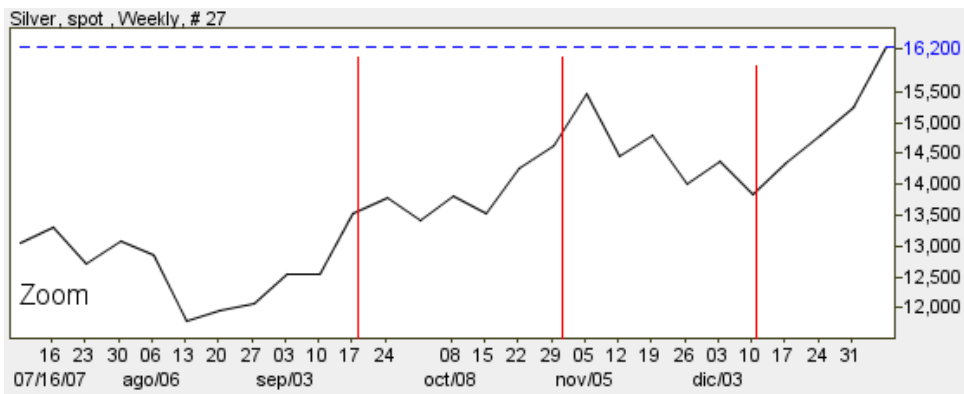
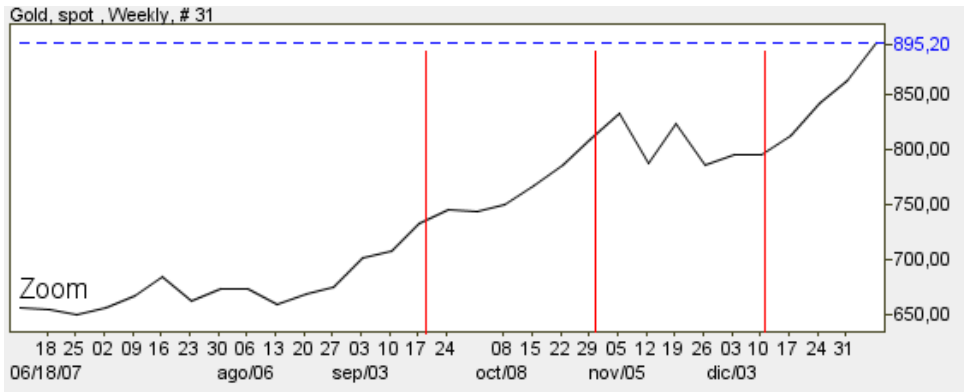
En cuanto a las hipotecas a tipo variable, las ganancias son también poco perceptibles. Por ejemplo en las fijas a 3 años y variables el resto del período. De mantenerse los actuales tipos, sólo aquellas que se revisaran a partir de abril derivarían ganancia alguna:

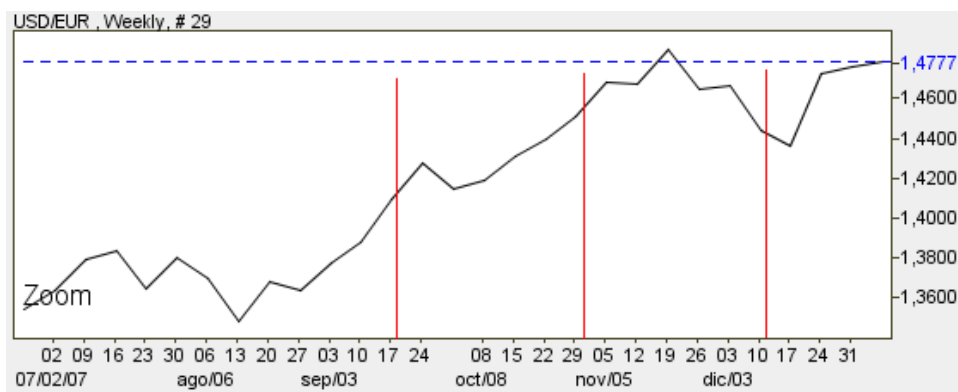


“Las consecuencias de estas rebajas, sin embargo, ha sido un progresivo envejecimiento de la moneda que se ha traducido en una elevación de los costes de las principales materias primas”

...y disparan el precio de las materias primas...

Las consecuencias de estas rebajas, sin embargo, han sido un progresivo envejecimiento de la moneda que se ha traducido en una elevación de los costes de las principales materias primas y en una depreciación del dólar frente al euro:





Las rebajas de tipos suponen un incremento de los pasivos por parte del Banco Central (habida cuenta de que monetiza un mayor valor de los activos que se le presentan para el descuento) y ello empeora la calidad del resto de pasivos (dólares) existentes. Esta pérdida de calidad del dólar desencadena el proceso que ya hemos estudiado con la pirámide invertida de Exter, esto es, una tendencia a la sustitución de los saldos líquidos en dólares por otros activos que conserven mejor el valor; en este caso han sido el oro, las materias primas, el euro y la deuda del Tesoro.

“Las rebajas de tipos suponen un incremento de los pasivos por parte del Banco Central y ello empeora la calidad del resto de pasivos (dólares) existentes”

El problema es que los mayores costes de las materias primas y la apreciación del euro reducen los márgenes de beneficios de las empresas estadounidenses, de modo que el riesgo de *default* se traslada desde los deudores hipotecarios a la deuda empresarial. El importante grado de apalancamiento de las empresas de EEUU podría generar una peligrosa tendencia al impago de sus deudas, lo que empeoraría aun más la calidad de los activos de los bancos y, en última instancia, repercutiría con aumentos del LIBOR (revertiendo la reducción de la presión sobre las hipotecas).

El escenario no cambiaría si las empresas lograran trasladar los mayores costes a los precios de venta (el IPC estadounidense ha pasado desde el 2,8% en septiembre al 4,1% en diciembre) ya que en ese caso la renta disponible de los consumidores se reduciría, dando lugar a dos posibilidades. O bien no reducen su consumo e incurrir en un impago de la deuda de sus tarjetas de crédito³⁷ o bien reducen sus adquisiciones de ciertos bienes para acceder a otros con demanda más inelástica (de modo que las empresas con una demanda reducida verán incrementada su probabilidad de impago).

“Los mayores costes de las materias primas y la apreciación del euro reducen los márgenes de beneficios de las empresas estadounidenses, de modo que el riesgo de default se traslada desde los deudores hipotecarios a la deuda empresarial”

Inyección de liquidez del Banco Central Europeo

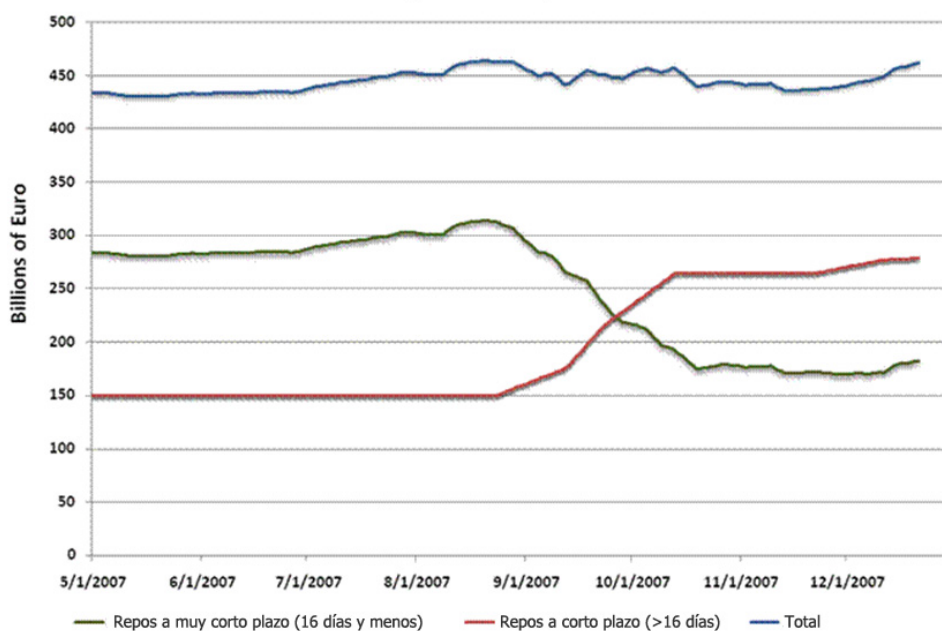
Una vez adoptado el acuerdo global de bancos centrales y de que la Fed creara la *term auction facility*, el Banco Central Europeo acometió su propia expansión crediticia para tratar de calmar las tensiones en el interbancario. En esos

³⁷ Lo que en cierto modo ya está ocurriendo: los mayores acreedores de EEUU informaron a finales de diciembre que estaban experimentando un incremento del 50% en la morosidad a 90 días para el pago de esta deuda.
http://www.att.net/s/editorial.dll?pnum=1&fromind=262&eeid=5599250&_sitecat=1462&dcatid=0&eetype=article&render=y&ac=-2&ck=&ch=mo

momentos, el tipo de intervención del BCE estaba situado en 4% mientras que el Euribor a doce meses alcanzaba los 4,89%, esto es, un 22% más.

La situación era delicada para muchas entidades ya que prácticamente no podía encontrarse liquidez en el mercado. Además, el Euribor a 3 meses superaba el Euribor a 12 meses, colocando en una complicada posición a quienes habían tratado de arbitrar ambos tipos de interés endeudándose a corto y prestando a largo.

Repos del BCE a muy corto plazo, a corto plazo, y total de Repos
(medias de 30 días)



En este contexto, el BCE realizó la mayor inyección de liquidez de su historia: 350.000 millones de euros. Para hacernos una idea de la cuantía de esta operación, basta decir que representa alrededor del 5% de todos los activos del sistema bancario de Estados Unidos.

Sin embargo, una lectura más atenta de los datos matiza parcialmente estas rotundas cifras. Desde el 17 de diciembre al 21 de diciembre, el BCE tenía que retirar 410.100 millones de euros del mercado interbancario por el vencimiento de repos y depósitos anteriores (en concreto, 268.5600 el mismo 19 de diciembre y 141.600 el 21), mientras que, aparte de los famosos 348.600 millones, durante esa semana inyectó 58.500 millones el 20 de diciembre.

En total, por consiguiente, el BCE retiró a lo largo de esa semana 3.000 millones de euros del mercado interbancario, pese a la propaganda que envolvió a los anuncios de inyecciones³⁸.

Este fue el motivo por el que los tipos de interés a corto plazo se encontraban por encima de los tipos de interés a 12 meses. Antes del día 18, existía incertidumbre sobre cuándo y cómo iba a renovar el BCE los 410.100 millones

³⁸ HUSSMAN, John P. *Vanishing Act - Are the Fed and the ECB Misleading Investors about "Liquidity"?* (2008)
<http://www.hussmanfunds.com/wmc/wmc071224.htm>

que se absorbían a lo largo de esa semana, por lo que los bancos se veían muy necesitados de captar liquidez a corto plazo para atender sus obligaciones con el BCE. A partir de esa semana, sin embargo, los tipos de interés a 3 y 12 meses ya volvieron a la normalidad, esto es, el de 12 volvió a situarse por encima del de 3.

Con todo, es necesario matizar que el hecho de que el BCE retirara 3.000 millones de euros durante esa semana, no significa que el crédito no se haya expandido. Si nos fijamos en el gráfico, la liquidez que proporciona el BCE se ha mantenido más o menos constante desde principios de 2007. Sin embargo, antes del estallido oficial de la crisis *subprime*, los bancos comerciales utilizaban ese montante de fondos para conceder préstamos (por ejemplo hipotecas).

En la actualidad, no obstante, los bancos no se están prestando entre sí ni mucho menos están prestando al público (como hemos constatado con la enorme prima del Euribor sobre las letras del Tesoro europeas), por lo que ahora sí existe un exceso de liquidez que no se canaliza hacia la inversión y que el BCE está renovando permanentemente para tratar de estabilizar una situación crítica.

Así, este crédito extraordinario termina afluyendo hacia reservas bancarias, materias primas y letras del Tesoro, generando la última parte de la burbuja que no tardará en estallar y generando como resultado inmediato un envilecimiento de la moneda que se traduce en inflación de precios.

La Super-SIV

...otras quieren colectivizar las pérdidas...

Ya hemos visto cómo el causante último de la crisis económica actual son las malas prácticas inversoras consistentes en arbitrar tipos de interés con distintos plazos y riesgos. El paradigma de esta estrategia abocada al colapso son las SIV, instrumentos financieros que adquieren activos que vencen a largo plazo endeudándose con la emisión de papel comercial a corto.

Con el estallido de la crisis y el cierre de facto de los mercados monetarios, la mayoría de las SIV, que operaba con un enorme nivel de apalancamiento, se vieron forzadas a liquidar sus activos para pagar a sus acreedores. Otras obtuvieron líneas de crédito de los bancos a los que estaban adscritas.

Por este motivo, algunos de los principales bancos del mundo (Citigroup, Bank of America o JP Morgan) y el secretario del Tesoro, Henry Paulson, propusieron en octubre crear una Super-SIV, llamada Master Liquidity Enhancement Conduit, con un capital de 75 mil millones de dólares que posteriormente quiso ampliarse a 100 mil millones.

El objetivo de esta Super-SIV era evitar que cada SIV liquidara sus activos individualmente provocando intensas disminuciones de sus precios con el consecuente perjuicio de quienes todavía no los habían logrado vender. De este modo, la Super-SIV efectuaría las ventas de un manera ordenaría y evitaría la deflación de activos.

“La propuesta de la Super-SIV fracasó porque los bancos menos expuestos a las SIV se negaron a financiarla y subvencionar encubiertamente los excesos especuladores del resto de bancos”

El método para capitalizar esta Super-SIV no quedó prefijado en la propuesta original. En principio existían dos opciones: o bien la Super-SIV emitiría papel a corto que adquirirían los bancos para obtener capital con el que comprar los activos de las SIV o bien los bancos adquirirían los activos directamente y se los cederían a las Super-SIV. Además Paulson mostró su disposición a subsidiar esta Super-SIV para facilitar su constitución.

La propuesta, sin embargo, fracasó en la medida en que los bancos menos expuestos a las SIV (como HSBC o WestLb, que prefirieron consolidar los activos de las SIV en sus balances y proporcionarles ellos mismos la liquidez necesaria) se negaron a financiar la Super-SIV y subvencionar encubiertamente los excesos especuladores del resto de bancos.

Patrick McGuinness, portavoz de HSBC, se limitó a comentar que no apoyarían la Super-SIV porque “no era exhaustiva, sólo va dirigida a adquirir ciertos activos de ciertas entidades”³⁹. Se trata de un problema de clara selección adversa: sólo están interesados en establecer la Super-SIV aquellos inversores que pueden beneficiarse a costa del resto por estar en una peor situación.

“Las SIV son un modelo insostenible de negocio basado en el arbitraje ilícito de tipos de interés y no hay manera de rescatarlas”

De hecho, el motivo último por el que algunos bancos (especialmente Citigroup, con activos repartidos entre sus siete SIVs con valor de 83.000 millones de dólares, el mayor espónsor del mundo) parecen querer establecer la Super-SIV es evitar una consolidación en el balance que saque a relucir pérdidas extraordinarias que hasta el momento se encontraban fuera del mismo.

Pero aun en el caso de que los bancos menos afectados no hubiesen saboteado el proyecto, éste estaba destinado a fracasar con estrépito. Las SIV son un modelo insostenible de negocio basado en el arbitraje ilícito de tipos de interés. Su funcionamiento consiste en renovar permanentemente un fondo de maniobra negativo mediante la emisión de deuda a bajos tipos de interés; pero esta estrategia sólo va apalancando el sistema productivo, generando la simiente de carencia de ahorros para seguir renovando su deuda. Al final la iliquidez se traduce en insolvencia, ya que se enajenan los activos con un descuento que no permite atender la totalidad de una deuda viva emitida contra precios que ella misma ha contribuido a inflar.

En el caso de la Super-SIV se pedía a los bancos que adquirieran directamente activos inflados de precios (como las CDO o los bonos hipotecarios) o que adquirieran la deuda. En ambos casos confrontaban un riesgo de insolvencia que emanaba en el primer caso de los activos defectuosos y en el segundo del *default* al que está abocada toda SIV.

Ayudas a los deudores *subprime*

A principios de diciembre la Administración Bush presentó un plan que pretendía aliviar la situación financiera de los hipotecados *subprime*, denominado HOPE

³⁹EAVIS, Peter. *Why Citi can't take the high road over credit mess.* (2007)
<http://money.cnn.com/2007/11/26/magazines/fortune/fortune500/eavis.HSBC.fortune/index.htm>

NOW. El proyecto dividía a la gente en tres categorías: los que pueden pagar aunque suban tipos, los que no pueden pagar a menos que se mantengan, los que no pueden pagar ni siquiera si se mantienen.

HOPE NOW sólo contemplaba ayudas para los terceros consistentes en refinanciar el préstamo o congelar los tipos de interés durante cinco años, siempre y cuando el valor neto de su vivienda fuera del 3% y que, por consiguiente, no pudieran rehipotecarla. En principio, con estos criterios tan restrictivos el plan sólo sería aplicable como mucho al 12% de los 2.000.000 de deudores *subprime*⁴⁰.

...y otras pretenden rescatar a los bancos irresponsables con la excusa de ayudar a los más desfavorecidos.

“El propósito real de HOPE NOW era el de salvar a los bancos de un impago hipotecario masivo”

Pese a que el proyecto se presentó como una medida destinada a ayudar a los más desfavorecidos, en realidad su propósito era el de salvar a los bancos de un impago hipotecario masivo. El hecho de que sólo pudieran aspirar al HOPE NOW aquellos deudores con un valor neto inferior al 3% de su vivienda, indica que los bancos temen que estos hipotecados prefieran dejar vencer sus hipotecas en lugar de seguir pagando un préstamo cuya cuantía supera al precio de su vivienda.

El plan estaba destinado al fracaso precisamente porque los deudores tienen fuertes incentivos a dejar de pagar sus hipotecas en cuanto los precios caigan, sobre todo en aquellos estados donde las hipotecas son por ley “*non recourse*”, esto es, donde carecen de garantía personal⁴¹. De hecho, ya han comenzado a salir empresas especializadas en gestionar el impago de la hipoteca sin necesidad de declararse en quiebra⁴².

“El plan está destinado al fracaso precisamente porque los deudores tienen fuertes incentivos a dejar de pagar sus hipotecas en cuanto los precios caigan”

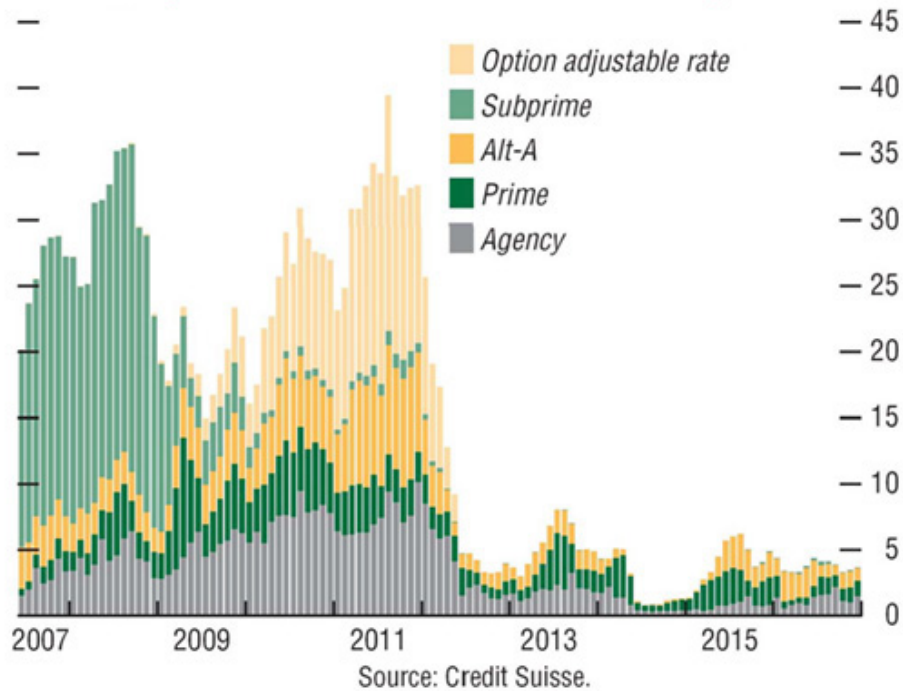
De hecho, la deflación inmobiliaria no ha hecho más que empezar. La ejecución de hipotecas *subprime* es sólo la primera parte de un ciclo de ejecuciones hipotecarias que proseguirá a partir de 2009 con la revisión al alza de los tipos de interés de las hipotecas alt-A y a partir de 2010 con la de las *option ARM*.

⁴⁰LUBHI, Tami. *Bush mortgage plan could help some*. (2007)
<http://www.newsday.com/business/ny-bzbush1206,0,4371130.story?coll=ny-homegarden-utility>

⁴¹ En concreto: Alabama, Alaska, Arizona, Arkansas, California, Colorado, District of Columbia (Washington DC), Georgia, Hawaii, Idaho, Mississippi, Missouri, Montana, Nevada, New Hampshire, Oregon, Tennessee, Texas, Utah, Virginia, Washington y West Virginia. <http://www.mortgagereliefformula.com/recourse/>

⁴² YOU WALK AWAY.
<http://www.youwalkaway.com/>

Revisión de los tipos de interés hipotecarios por meses (primera revisión en miles de millones de dólares)



Conforme los mayores pagos de intereses estrangulen a estos deudores, las ejecuciones hipotecarias se multiplicarán, los precios de la vivienda se hundirán y el valor neto de los inmuebles será aun más negativo, generando incentivos a dejar vencer la hipoteca.

Además hay que tener en cuenta que la reciente ley aprobada por el Congreso de EEUU el pasado 25 de septiembre, la *Mortgage Forgiveness Debt Relief Act*, facilitará aún más el impago de hipotecas. Hasta ese momento, la diferencia entre la deuda hipotecaria y la ejecución de la hipoteca eran considerados ingresos del propietario sujetos a tributación; a partir de la *Mortgage Forgiveness Debt Relief Act* esa deuda tributaria se elimina, incentivando el impago.

De hecho, el fracaso de HOPE NOW era tan previsible que en enero ya se abandonó oficialmente y se sustituyó por otro plan el "*Project Lifeline*", que ya reconoce implícitamente algunos de los problemas aquí comentados, dado que no va dirigido sólo a los deudores *subprime*, sino a todos los hipotecados en general.

5. Perspectivas

La contracción crediticia no parece que vaya a detenerse...

La contracción crediticia internacional va avanzando cada vez con mayor ritmo. El estallido de las hipotecas *subprime* fue sólo un primer eslabón de esta contracción: luego llegó la crisis de algunos instrumentos financieros (como los CDO o el papel comercial) y ahora se abren varios frentes por donde esta contracción puede proseguir.

Toda contracción crediticia tiene un funcionamiento bastante regular. En la primera fase, la banca comercial, asistida por el Banco Central, expande el crédito que afluye masivamente hacia determinados activos que pasan a ser rentables gracias a los bajos tipos de interés⁴³. En la segunda fase, esta afluencia de crédito eleva los precios de esos activos, lo que favorece que todavía se invierta más en ellos, sobre todo porque sus valores inflados pueden ser utilizados como colaterales para la expansión crediticia. En la tercera fase, los tipos de interés comienzan a subir conforme los activos líquidos van reduciéndose en relación con las inversiones más apalancadas⁴⁴. En la cuarta, la demanda del activo inflado comienza a disminuir drásticamente debido a que subidas de tipos y a que los elevados precios expulsan a la demanda no especulativa (ya que sus rentas crecen menos que los precios del activo). En la quinta, el desempleo derivado de la caída de demanda del activo inflado no puede ser recolocado con facilidad en otras ramas productivas debido a que la acumulación de deuda y la subida de tipos obligan a los deudores a destinar cantidades mayores de su renta disponible a la amortización de la deuda, con lo que el consumo todavía se deprime más. En la sexta, comienzan a producirse los impagos de deuda, dado que los márgenes de beneficios de las empresas se van reduciendo ante la caída de consumo. Y en la séptima, los bancos restringen aún más el crédito porque se ven afectados por un derrumbe en el valor de sus activos, dando lugar a una contracción mayor del consumo, la inversión y el empleo.

“El estallido de la burbuja subprime es sólo el primer eslabón de una contracción crediticia internacional mucho más intensa”

⁴³ *La caída de los tipos de interés falsea los cálculos del empresario. A pesar de que la cantidad de bienes de capital disponibles no ha aumentado, el empresario utiliza un tipo de interés reducido en sus cálculos que sólo se habría formado en el libre mercado si ese incremento en los bienes de capital hubiese tenido lugar. La consecuencia es que, por tanto, esos cálculos son engañosos. Hacen que proyectos parezcan rentables, cuando si el cálculo no se hubiese basado en un tipo de interés manipulado por la expansión crediticia, se habrían mostrado irrealizables. Los empresarios, por consiguiente, se embarcan a realizar proyectos que no son rentables. El crédito estimula artificialmente la actividad empresarial y el boom económico comienza.* Ludwig von Mises, Human Action, Scholar's Edition, pág. 554, 1949

⁴⁴ *El boom artificial no puede durar indefinidamente aun cuando los bancos se mantengan con sus políticas de expansión crediticia. Cualquier intento adicional por sustituir los bienes de capital que no existen por dinero fiduciario está condenada a fracasar. Si la expansión crediticia no se detiene a tiempo, el boom explota por todos lados; se produce una fuga hacia los valores reales y el sistema monetario se derrumba.* Ludwig von Mises, Human Action, Scholar's Edition, pág. 563, 1949

En EEUU existen diversas burbujas de activos que pueden explotar en cualquier momento. La acumulación de deuda afecta a distintos frentes: las hipotecas (*subprime*, *alt-A*, *option ARM*, *prime* y comercial), la deuda al consumo, la deuda empresarial (en forma de bonos especulativos) y la deuda pública.

...ya que todavía queda mucha deuda impagable...

A partir de 2009 comienzan a revisarse los tipos de interés de las hipotecas *alt-A* y *option ARM* para ajustarlos al LIBOR, de modo que nuevos impagos se producirán. Hasta entonces, los *defaults* voluntarios de las hipotecas *non-recourse* se sucederán conforme el valor neto de las viviendas se vuelva negativo ante las caídas de precios. Así mismo, el aumento del desempleo incrementará las dificultades de los deudores para atender al repago de sus cuotas mensuales, lo que incrementará los impagos involuntarios de todas sus deudas.

A las burbujas ya citadas cabe añadir la influencia que en la contracción crediticia podrían jugar los mercados de derivados y, de forma más inmediata, los *credit default swaps*, cuyo volumen se ha multiplicado por ocho en tres años. Sólo los CDS adquiridos por los bancos suponen el 85% del PIB de EEUU y están concentrados en un 96% en cinco bancos (JP Morgan, Bank of America, Wachovia, Citigroup, HSBC)⁴⁵. Buena parte de estos CDS han sido emitidos por las agencias *monoline*, por lo que la inevitable degradación de su *rating* que hemos pronosticado conllevará un hundimiento del valor de los CDS y, por consiguiente, de los activos bancarios, quienes se verán obligados a restringir aun más el crédito.

Aun así, no puede descartarse por completo que la caída de precios de los activos estadounidenses dé lugar a una importación masiva de capital extranjero, destinada precisamente a adquirir esos activos depreciados, de modo que los activos vuelvan a subir de precio, los balances de los bancos se recuperen y, tras esto, decidan volver a extender el crédito a los ritmos anteriores.

Sin embargo, sí se trata de un escenario improbable, en la medida en que el valor de esos activos no depende en el medio plazo de su oferta y demanda, sino del valor actual de sus flujos libres de caja. Esos flujos en buena medida dependen de una estructura productiva manipulada por la política crediticia de la Fed y por el status privilegiado del dólar que permitía a EEUU mantener continuos déficits exteriores. La repatriación de parte de los dólares atesorados para adquirir activos no es capaz de generar un incremento en los flujos de caja *per se*, a menos que reactive el ciclo de endeudamiento masivo y consolide temporalmente esa estructura productiva artificial que permita sostener el empleo y, con él, el consumo y la inversión. La responsabilidad recae, por consiguiente, sobre unos bancos en una muy delicada posición financiera, que empiezan a ser conscientes de sus excesos pasados y de las escasas perspectivas futuras y sobre unas empresas muy apalancadas que probablemente deseen liquidar sus malas inversiones antes de emprender otras nuevas.

"A partir de 2009 comienzan a revisarse los tipos de interés de las hipotecas *alt-A* y *option ARM* para ajustarlos al LIBOR, de modo que nuevos impagos se producirán"

⁴⁵PRETTI, Bryan. *The Far Too Simple Beauty of the Promises We've Made*.(2008) <http://www.financialsense.com/Market/pretti/2008/0229.html>

“La contracción crediticia en EEUU necesariamente afectará al resto de países del mundo, incluida España”

Será muy complicado volver a expandir el crédito mientras no se haya purgado toda la mala deuda y las malas inversiones, ya que ni los bancos estarán dispuestos a prestar ni las empresas a pedir prestado, para proseguir con unos proyectos que los consumidores cuyo endeudamiento les impide consumir los mismos productos y en la misma cantidad que en el pasado.

Y en todo caso, aunque se regresara transitoriamente a un ciclo de endeudamiento y de alargamiento artificial de la estructura productiva, sólo asistiríamos a un aplazamiento de la crisis que pasaría a tener incluso una mayor gravedad (habida cuenta del incremento en la cantidad de mala deuda y de malas inversiones)⁴⁶.

...lo que necesariamente afectará al resto del mundo.

La contracción crediticia en EEUU necesariamente afectará al resto de países del mundo, por mucho que en los últimos tiempos hayan aparecido voces que pronostican un desacople en el crecimiento internacional, de modo que EEUU podría hundirse, pero la Unión Europea y, sobre todo, las economías emergentes seguir con su ritmo de expansión.

El problema de esta predicción es múltiple. Primero, no tiene demasiado sentido hablar en una economía globalizada de crisis crediticias nacionales, en la medida en que los pasivos de los consumidores y de las empresas de un país pueden hallarse en los balances de inversores extranjeros. Numerosas entidades bancarias europeas tenían, por ejemplo, bonos hipotecarios *subprime*. Esto es todavía más cierto teniendo en cuenta la explosión del mercado de derivados, que reparte riesgos y responsabilidades entre los agentes desvinculándolos, en última instancia, de un subyacente concreto, tangible e identificable.

Segundo, no cabe esperar que los mercados financieros internacionales permanezcan impasibles ante el frenazo de EEUU, tal y como ocurrió en el mes de agosto o a finales de noviembre con el cierre del mercado europeo de *covered bonds*. No sólo porque los inversores puedan poseer activos estadounidenses de mala calidad, sino porque el resto de la rentabilidad de los activos de supuesta buena calidad que poseen depende a su vez de unos flujos de caja que, si EEUU se paralizara, resultarían del todo irreales, lo que pondría en duda la calidad de mucha otra deuda.

Tercero, porque a pesar de lo que muchos sostengan, la crisis actual no afecta ni ha estado causada exclusivamente por los EEUU. Los problemas por los que pasa EEUU en la actualidad son el resultado, como hemos tenido ocasión de analizar, de una serie de malas prácticas bancarias, alentadas por los bancos centrales y el dinero fiduciario de curso forzoso, que también han tenido lugar en Europa, si bien con cierto retraso. EEUU puede haber acelerado la crisis, pero en ningún caso es el causante único; si tenemos dos barcos con grandes agujeros

“Será muy complicado volver a expandir el crédito mientras no se haya purgado toda la mala deuda y las malas inversiones, ya que ni los bancos estarán dispuestos a prestar ni las empresas a pedir prestado”

⁴⁶ HUERTA DE SOTO, Jesús. *Aunque sea posible retrasar la llegada de la depresión mediante este procedimiento, e incluso hacerlo durante periodos relativamente prolongados de tiempo, esta estrategia está condenada inevitablemente al fracaso, y tiene el grave coste adicional de hacer que, cuando la recesión llegue, ésta sea mucho más dolorosa, duradera y profunda. Crédito Bancario y Ciclos Económicos, (2006:317).*

atados entre sí por una cuerda, sería absurdo afirmar que el segundo de ellos se esté hundiendo porque el primero lo esté haciendo más rápido y tire hacia abajo de la cuerda, cuando la causa por la que se hunde es que, al igual que el primero, está lleno de agujeros.

A Europa le ocurre algo similar que al segundo barco. Su contracción crediticia también resulta necesaria, habida cuenta de que ha expandido su inversión muy por encima del ahorro. Por consiguiente, aun cuando lograra desvincularse de la desaceleración de EEUU (esto es, aun cuando lograra cortar la cuerda) su propia dinámica la impulsaría hacia abajo⁴⁷. Esto es muy claro en el caso español, donde la burbuja inmobiliaria ha tenido una mayor intensidad que en EEUU y donde los bancos y las cajas, como ya hemos analizado antes, están teniendo serios problemas ya para lograr liquidez con la que refinanciar su deuda a corto plazo. Se trata de un proceso que, sin duda, empeorará con creces conforme el desempleo aumente y la morosidad repunte a cotas importantes.

Cuarto, las economías emergentes serán incapaces de tomar el relevo en el liderazgo mundial de crecimiento, ya que su expansión depende de las exportaciones de bienes de consumo (China e India) o de materias primas (Iberoamérica) a Occidente. Una contracción crediticia en EEUU y Europa provocaría una caída del consumo y la inversión que se dejaría sentir en la demanda y en los precios de esos productos.

Por todo ello, la teoría del desacople y de las dos velocidades en las economías mundiales resulta del todo inverosímil.

¿Inflación o deflación?

La idea de que nos acercamos hacia una fuerte contracción crediticia podría parecer incoherente con nuestra reiterada crítica a las rebajas de los tipos de interés y a las inyecciones de liquidez realizadas por los bancos centrales por el hecho de resultar inflacionistas y desestabilizadoras. De hecho, bastantes economistas *mainstream* empiezan a reconocer que nos acercamos a una deflación y que, por tanto, la preocupación por la inflación es demasiado cortoplacista y no atiende a los problemas económicos reales. ¿Nos dirigimos hacia un escenario inflacionista o hacia uno deflacionista?

Lo cierto es que los términos deflación e inflación suelen aplicarse a una pluralidad de circunstancias, como por ejemplo aumentos y disminuciones generales de precios o expansiones o contracciones crediticias. Por consiguiente,

⁴⁷ BANCO CENTRAL EUROPEO. Muchos economistas tratan de resguardar a Europa del riesgo de contracción afirmando que aquí no existen hipotecas subprime. Sin embargo, el sector subprime era una clasificación de los bancos, que no exista en Europa no significa que no existan hipotecas de mala calidad. Como acertadamente dice el Banco Central Europeo: *Aunque no exista un sector subprime bien definido en la zona euro, el acceso a las hipotecas de los sectores con menos renta y riqueza sí que se ha incrementado en los últimos años en un contexto de explosión del crédito y de estándares relajados.*, *Financial Stability Review*, a(2007:73) septiembre.

“Las economías emergentes serán incapaces de tomar el relevo en el liderazgo mundial de crecimiento, ya que su expansión depende de las exportaciones de bienes de consumo (China e India) o de materias primas (Iberoamérica) a Occidente”

el primer paso para responder a esa pregunta será dotar de un contenido único a los términos para luego encajarlos en la situación actual.

“Podemos dirigirnos hacia un escenario donde tengamos inflación y deflación al mismo tiempo”

Básicamente existen tres caminos para eliminar una deuda: el primero su amortización, el segundo su disolución y el tercero su impago⁴⁸. El primero se da en un sistema monetario sano, donde el deudor devuelve al acreedor una misma cantidad y calidad del dinero prestado; el segundo se da en sistemas monetarios inflacionistas, donde el deudor devuelve al acreedor una misma cantidad pero una peor calidad del dinero pactado; y el tercero se da en sistemas monetarios deflacionistas, donde el deudor devuelve al acreedor una menor cantidad del dinero pactado.

Definiremos inflación como envilecimiento de la moneda y deflación como impago de las deudas. En ambos casos se produce una distribución de la riqueza desde los acreedores a los deudores, por cuanto estos últimos eliminan sus deudas devolviendo una menor cantidad o calidad del dinero a la recibida.

Con estas definiciones, parece claro que podemos dirigirnos hacia un escenario donde tengamos inflación y deflación *al mismo tiempo*. De hecho, parece claro que la estrategia de los bancos centrales se dirige a minimizar los impagos de deuda mediante la disolución de su valor. Sin embargo, para que esta estrategia funcionara, las rentas de los deudores deberían incrementarse en términos nominales (aun cuando disminuyeran en términos reales) y ello sólo es posible cuando los bancos centrales fuerzan una hiperinflación o cuando logran expandir el crédito para que los individuos vuelvan a consumir e invertir mediante el recurso a la deuda.

Pero ya hemos visto cómo los bancos centrales no están logrando expandir el crédito o, al menos, no están logrando que el nuevo crédito afluya en forma de infladas rentas a los deudores. De momento, el nuevo crédito se ha dirigido a adquirir materias primas o letras del tesoro, pero sobre todo se ha atesorado para hacer frente a las deudas futuras. Muy poco se ha empleado para reanudar la producción de las industrias en crisis que despiden a trabajadores que luego impagan sus hipoteca. La razón es sencilla: no puede prolongarse indefinidamente la vida de aquellas empresas que no satisfacen los deseos de aquellos consumidores que, en última instancia, tienen los activos más líquidos de la economía.

“Los bancos centrales pueden tratar de expandir el crédito, pero no pueden lograr que la gente se endeude y, sobre todo, que utilicen el dinero en aquellos circuitos productivos que a ellos les interesa”

Los bancos centrales pueden tratar de expandir el crédito, pero no pueden lograr que la gente se endeude y, sobre todo, que utilicen el dinero en aquellos circuitos productivos que a ellos les interesa⁴⁹. De ahí que sus intentos resulten fútiles para revitalizar la economía y, de hecho, sólo contribuyen a envilecer la moneda.

⁴⁸ FEKETE, Antal. *La deflación y la inflación galopante son sólo distintos en forma; son idénticas en la sustancia que pretende eliminar el montante existente de deuda. La primera con impagos, la segunda con el envilecimiento. Deflation or Runaway Inflation (2004).*

⁴⁹ FEKETE, Antal. *Puedes llevar el caballo al abrevadero, pero no puedes hacerlo beber. Del mismo modo, la Reserva Federal puede meter todo el dinero del mundo en circulación, pero aun así no tiene control sobre la dirección a la que afluirá. Deflation or Runaway Inflation (2004).*

El dinero es un pasivo de los bancos centrales emitido contra sus activos. Si la cantidad de pasivos aumenta contra activos de peor calidad, el dinero se envilece. Hasta la fecha, los bancos centrales sólo han tratado de expandir el crédito aumentando el número de pasivos emitidos contra activos de peor calidad (paradigmáticamente el caso de la TAF con la Fed), esto es, envileciendo la moneda.

Debe quedar claro que tanto los aumentos y disminuciones de precios como las expansiones y contracciones del crédito son una consecuencia de la inflación y la deflación, tal y como las hemos definido.

En cuanto a la inflación, cuando la moneda se envilece, los individuos reclaman una mayor cantidad de dinero envilecido por una misma cantidad de sus productos y además otros activos pasan a demandarse de manera generalizada para tratar de conservar el valor, esto es, suben los precios. Asimismo, el crédito puede expandirse envileciendo la moneda, esto es, prestando contra activos de peor calidad.

En cuanto a la deflación, cuando las deudas se impagan, se produce una liquidación masiva de activos poco líquidos que genera una tendencia a la disminución de precios. Asimismo, los acreedores sufren importantes pérdidas de capital (por no recuperar la totalidad de los fondos prestados) que dificultan su margen para seguir expandiendo el crédito.

Por estos motivos, desde el Observatorio de Coyuntura Económica del Instituto Juan de Mariana nos hemos opuesto a las pretendidas expansiones crediticias de los bancos centrales. En caso de cumplir con su objetivo, sólo generarán más deuda de mala calidad y subidas de precios; en caso de no hacerlo (como parcialmente hasta el momento), sólo subirán los precios. De ahí que consideremos muy probable un escenario de deflación con inflación, esto es, de impago de deudas con envilecimiento de la moneda que se traducirá en una contracción del crédito con una tendencia a que se incrementen los precios, especialmente de las materias primas y otros activos líquidos (tal y como hemos expuesto con la pirámide invertida de Exter).

Dicho de otro modo, mientras determinados deudores impaguen sus deudas, otros confrontarán una elevación de costes por encima del aumento de sus rentas, lo que los arrastrará hacia el impago de sus propias deudas. Aquí podemos identificar a distintos perfiles de individuos: desde empresarios que no logran repercutir por entero el coste aumentado de las materias primas a consumidores desempleados que ven caer su renta disponible.

“Aún así, no cabe desechar por entero un escenario típicamente deflacionista ni uno hiperinflacionista”

No obstante, no cabe desechar por entero un escenario típicamente deflacionista ni uno hiperinflacionista. En el primer caso, los impagos de deuda serían tan importantes que las pérdidas de los acreedores disminuirían tanto su demanda como para provocar una caída de precios a pesar del envilecimiento de la moneda. En el segundo, la pérdida de calidad del dinero instada por los bancos centrales provocaría su repudio generalizado.

“El escenario más probable es el impago de deudas con envilecimiento de la moneda, lo que se traducirá en una contracción del crédito con una tendencia a que se incrementen los precios”

En caso de que la deflación de precios compense el envilecimiento de la moneda, hay que tener en presente que el resultado final no sería neutro. Dado que las materias primas conservarán buena parte de su componente de liquidez, es probable que sus precios no caigan tanto como los de los bienes de consumo, esto es, que los márgenes de las empresas con demandas más elásticas se erosionen progresivamente.

La hiperinflación no es más que la pérdida total de la calidad del dinero como dinero, esto es, su inhabilidad para servir como depósito de valor (el antiguo dinero pasa a ser utilizado, en todo caso, como medio de cambio). En estos casos, se produce un desatesoramiento masivo del mismo que refuerza la elevación de precios. Dado que la calidad del dinero tiene un buen componente de subjetividad, no existe ninguna fórmula predefinida para establecer cuando el dinero ha perdido la "suficiente" calidad como para ser repudiado. En ocasiones una gota puede colmar el vaso cuando en otras sigue llenándolo.

En la coyuntura actual, el vaso depende decisivamente de lo que hagan los tenedores extranjeros de dólares. Podría darse el caso de que la reciente inflación que sufre el dólar les lleve a desatesorarlos para adquirir activos de EEUU antes de que se deprecie aun más. En esos casos, la repatriación podría incentivar al resto de tenedores para que también los desatesoren en un proceso competitivo para no ser los últimos en adquirir con dólares depreciados los activos de EEUU.

“Los bancos sufrirán tanto si hay deflación como si hay hiperinflación”

Los bancos, sin embargo, sufrirán tanto si hay deflación como si hay hiperinflación. En el primer caso, sus créditos serán impagados, sin que lo sean sus deudas. En el segundo, aunque sus deudas se disuelvan, también se erosionarán por completo el valor de sus activos, que en su mayoría son créditos nominados en dólares. Por ello, la contracción crediticia tiene muchas probabilidades de suceder.

6. Conclusiones

En el presente boletín hemos visto cómo el sistema monetario actual, asentado sobre los principios de un dinero inconvertible de curso forzoso y de un emisor monopolístico del mismo, ha desembocado en una acumulación masiva de deuda contraída contra malas inversiones. Los acontecimientos que hemos vivido en los últimos meses responden simplemente al colapso de este esquema. Parte de esa pirámide de deuda ha comenzado a ser impagada, lo que ha acabado con el capital de muchos inversores excesivamente apalancados.

Esta crisis de solvencia ha generado, a su vez, una crisis de liquidez, ya que nadie está dispuesto a extender el crédito contra activos de mala calidad o a deudores con una delicada situación financiera. El dinero y el crédito no circulan porque ha llegado la hora de pagar los excesos anteriores y ello se manifiesta en toda una estructura de precios relativos que no vuelve rentables muchas inversiones.

La respuesta de los Bancos Centrales hasta la fecha ha pasado por tratar de expandir el crédito envileciendo la moneda, el resultado ha sido las subidas de precios de los activos más líquidos, entre ellos, las materias primas. Ante la ineficacia de estas medidas, los gobiernos han intentado implementar otro tipo de respuestas contra la crisis, si bien todas ellas han fracasado por no apuntar hacia los auténticos problemas.

Y es que, como ya explicamos en el anterior boletín, la crisis es inevitable, ya que supone liquidar todas las malas inversiones que se han realizado durante los últimos años⁵⁰. Sin embargo, ciertas medidas sí pueden facilitar el reajuste y evitar que la crisis sea más grave y prolongada de lo necesario. Estas propuestas son en esencia tres: reducir el tamaño del Estado, flexibilizar los mercados de factores productivos y regresar al patrón monetario oro con las reservas actuales de los bancos centrales. Con la primera, el Estado libera recursos que se destinan a repagar la deuda y financiar parte del exceso de inversión anterior; con la segunda, los cambios en la estructura productiva son más rápidos y menos costosos; con la tercera, la moneda detiene su proceso de envilecimiento, de modo que pasa a ser demandada como depósito de valor con cargo a los ahorros extranjeros (entrada de capitales).

Hay que tener clara la auténtica naturaleza de esta crisis para evitar políticas públicas dirigidas a combatir supuestas causas que, en realidad, son síntomas. Los controles de precios no son la respuesta a las subidas de precios causadas por el envilecimiento de la moneda; no hay que incrementar el gasto público para sostener una demanda agregada que cae por la erosión de los patrimonios y las rentas personales ante el colapso de la deuda y el incremento de los tipos de interés; el desempleo no es un problema a eliminar con subsidios, obras

“Ciertas medidas pueden facilitar el reajuste y evitar que la crisis sea más grave y prolongada de lo necesario: reducir el tamaño del Estado, flexibilizar los mercados de factores productivos y regresar al patrón monetario oro con las reservas actuales de los bancos centrales”

⁵⁰ No hay ninguna manera de evitar la crisis que sigue al boom artificial producido por la expansión crediticia. La única alternativa es si la crisis debe llegar antes, como resultado de un abandono voluntario de la expansión crediticia, o más tarde, como el colapso total del sistema monetario. Ludwig von Mises, Human Action, Scholar's Edition, pág. 573, 1949

públicas o encarecimiento de los costes de despido, sino una fase necesaria de la crisis que debe corregirse de la manera más rápida posible eliminando las barreras reguladoras al mismo; las inversiones de los bancos no necesita ser reguladas porque tiendan al caos, sino que tienden al caos por la organización monetaria actual y la intervención de los bancos centrales; las rebajas de tipos de interés no contribuyen a expandir el crédito, sino que sólo envilecen la moneda; el libre comercio no es un enemigo de la rentabilidad de las empresas, sino el vehículo por el que pueden liquidarse las malas inversiones cuya naturaleza es internacional.

Mientras los políticos y demás funcionarios no comprendan todas estas proposiciones, es decir, mientras no tengan un detallado conocimiento de las enseñanzas de la Escuela Austriaca de Economía, la crisis, lejos de suavizarse, adquirirá tintes mucho más dramáticos. De momento, el cuarto trimestre de 2007 apunta hacia la dirección errónea, el pánico no sólo está siendo económico, sino político e ideológico.

7. Bibliografía

ANDERSON, Benjamin (1980), *Economics and the Public Welfare*.

B. PANA (2008). 'Game over': Bear Stearns valora a cero los hedges funds caídos en la crisis subprime'. Cotizalia.
http://www.cotizalia.com/cache/2007/07/18/59_acabo_staerns_valora_hedges.html

BANCO CENTRAL EUROPEO (2007), *EU Banking Stability Sector*, January 2008.

BANCO CENTRAL EUROPEO (2007), *Financial Stability Review*, Diciembre 2007.

CARNEY, Jhon (2007). *Fed Using Very Old Valuations For The Term Loan Facility Auction*.
http://www.dealbreaker.com/2007/12/fed_using_very_old_valuations.php

CFA SOCIETY OF CHICAGO SPEECH (2007). *Absence of Fear*, by Robert L. Rodriguez, CFA.
http://www.fpafunds.com/news_070703_absense_of_fear.asp

CHRISTINE Richard (2007). *Ambac Reinsures \$29 Billion Portfolio to Keep Rating*.
<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aNPoilxwdATg>

DEUTSCHE BUNDESBANK (2004). *Monthly Report December 2004*.
http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/mba/2004/200412mba_creditdefault.pdf

EAVIS, Peter (2007). *Why Citi can't take the high road over credit mess*.
<http://money.cnn.com/2007/11/26/magazines/fortune/fortune500/eavis.HSBC.fortune/index.htm>

ECBC, *European Covered Bond Factbook*, Septiembre de 2007.

FEKETE, Antal (2007), *Gold, Interest and Basis*.

FEKETE, Antal (2006), *When Atlas Shrugged*, parte 1.

HAYEK, F.A., (1931), *Precios y Producción*, Unión Editorial.

HAYEK, F.A., (1939), *Profits, Interest and Investment*, The Economic Journal, Vol. 50, No. 197.

HUERTA DE SOTO, Jesús (2006), *Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos*, Madrid: Unión Editorial.

HUGH, Edwards, *Spain Economy Watch*.
<http://spaineconomy.blogspot.com/>

HÜLSMANN, Jörg Guido, (1998), *Toward a General Theory of Error Cycles*.

HUSSMAN, John P. (2007). *Vanishing Act - Are the Fed and the ECB Misleading Investors about "Liquidity"?*

<http://www.hussmanfunds.com/wmc/wmc071224.htm>

KONRAD, Rachel, PORTERFIELD Bob (2007). *Unpaid Credit Cards Bedevil Americans* en at&t

http://www.att.net/s/editorial.dll?pnum=1&bfromind=262&eeid=5599250&_sitecat=1462&dcatid=0&eetype=article&render=y&ac=-2&ck=&ch=mo

LUHBY, Tamy (2007). *Bush mortgage plan could help some*.

<http://www.newsday.com/business/ny-bzbush1206,0,4371130.story?coll=ny-homegarden-utility>

MARK BLOUDEK (2007). *Citigroup: The Real Deal*.

<http://www.minyanville.com/articles/C/index/a/15002>

MISES, Ludwig von, (1949), *La Acción Humana*, Unión Editorial.

MORTGAGE RELIEFE FORMULA (2008). *List of non-recourse mortgage walkaway states*.

<http://www.mortgagereliefformula.com/recourse/>

NOURIEL ROUBINI (2007). *Recesion or not?*

<http://www.rgemonitor.com/blog/roubini/233688/>

PRETTI, Bryan (2008). *The Far Too Simple Beauty of the Promises We've Made*.

<http://www.financialsense.com/Market/pretti/2008/0229.html>

RESEARCH RECAP (2007). *Banks Well Placed To Handle Near-Term SIV Exposure*.

<http://www.researchrecap.com/index.php/2007/11/14/banks-well-placed-to-handle-near-term-siv-exposure/>

ROTHBARD, Murray, (1962), *Man, Economy & State*, Mises Institute.

SHEDLOCK, Michael, *Mish's Global Trend Analysis*.

<http://globaleconomicanalysis.blogspot.com/>

SATAYJIT, Das (2008). *Insight: CDS market may create added risks*

<http://www.ft.com/cms/s/0/f75c80e4-d3fd-11dc-a8c6-0000779fd2ac.html>

SIFMA (2008). *Research Report*. February 2008.

<http://www.sifma.org/research/pdf/RRVol3-2.pdf>

STANDAR & POORS (2007). *Structured Investment Vehicles: Under Stormy Skies, An Updated Look At The Weather*.

<http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/us/page.article/3,1,1,0,1148447082929.html>