



INSTITUTO
JUAN DE MARIANA
INSTITUTE

Observatorio de Coyuntura Económica

Boletín
Abril - Junio 2008

Segundo Trimestre 2008

Observatorio de Coyuntura Económica IJM.

Director:

Juan Ramón Rallo

Índice

Índice.....	1
1. Introducción.....	2
2. Antecedentes.....	3
3. La crisis durante el segundo trimestre de 2008	14
4. Políticas públicas contra la crisis	34
Bancos Centrales	34
Gobiernos	46
5. La burbuja de las materias primas	53
6. Conclusiones.....	71
7. Bibliografía.....	72

1. Introducción

El segundo trimestre de 2008 vino indudablemente marcado por la evolución del precio de las materias primas. Los problemas derivados de la restricción crediticia fueron olvidados temporalmente para centrarse en las nefastas consecuencias que acarrea la escalada de las *commodities*.

La inflación de precios, que durante los meses anteriores había despertado una preocupación inferior con respecto al crecimiento económico, se convirtió en el primero de los problemas económicos mundiales.

En realidad, sin embargo, las explicaciones que se ofrecían de ambos fenómenos eran incapaces de captar y explicar su fuerte interrelación e interdependencia. En buena medida, la inflación es consecuencia del incremento de precios de las materias primas que, a su vez, viene causada por la deliberada política de depreciación del dólar para tratar de compensar la contracción crediticia. A su vez, la contracción crediticia se ve agravada por la inflación de las materias primas, ya que los márgenes empresariales se reducen, la renta disponible de las familias cae y los saldos exteriores de los países se comportan peor de lo que debieran.

Por desgracia, pocas teorías económicas permiten dar una explicación coherente y racional del proceso que se ha desencadenado en el último año. Han sido cuatro trimestres en los que casi de manera mensual se ha estado pronosticando que la crisis ha tocado fondo y que las mismas políticas monetarias y fiscales que provocaron la depresión iban a solucionar ahora los desajustes que previamente crearon.

No obstante, todos aquellos economistas que tenían presente la teoría austriaca del ciclo económico desarrollada por Ludwig von Mises, Friedrich Hayek, Murray Rothbard y Jesús Huerta de Soto, eran conscientes de que tales análisis presentaban enormes lagunas que impedían un buen diagnóstico de la situación y la adopción de las políticas adecuadas.

Tal y como hemos hecho a lo largo de toda la serie de boletines trimestrales, trataremos de aplicar ese magnífico arsenal teórico para desentrañar los acontecimientos económicos que han tenido lugar entre abril y junio y para proponer soluciones efectivas a la crisis actual.

2. Antecedentes

El dinero tiene una doble función...

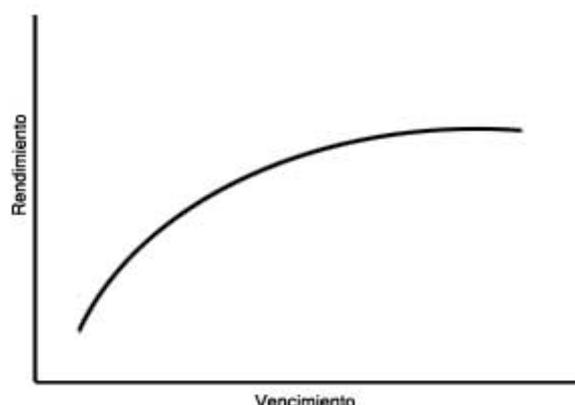
El dinero cumple básicamente dos funciones: medio de intercambio y depósito de valor. Como medio de intercambio, facilita los pagos y las transacciones económicas, por lo que acelera el comercio y facilita la división del trabajo. Como depósito de valor, permite separar la producción del consumo y así posibilita la inversión y también incide en la división del trabajo.

Esta naturaleza dual del dinero se plasma en el doble sistema de precios al que el dinero se alquila: el precio del alquiler del dinero como medio para agilizar los intercambios y el precio del alquiler del dinero para financiar formas no líquidas de inversión o gasto. El dinero se demanda como medio de cambio para perfeccionar el pago: el uso de un medio líquido para saldar una deuda tiene un precio que se conoce como tipo de descuento.

El dinero también se demanda como depósito de valor: la cesión de disponibilidad sobre el capital monetario permite acometer inversiones y gastos, por lo que para obtenerlo en alquiler debe abonarse un precio que se conoce como tipo de interés.

Por su propia naturaleza, el alquiler del dinero como medio de cambio no supone una pérdida de disponibilidad significativa (ya que se trata de aprovechar la condición fungible del dinero para trasladarlo a altas velocidades) y tiene un riesgo muy bajo. En cambio, el empleo del dinero para financiar formas ilíquidas de inversión o gasto sí supone la pérdida temporal de su disponibilidad y un riesgo de no recuperación mucho mayor.

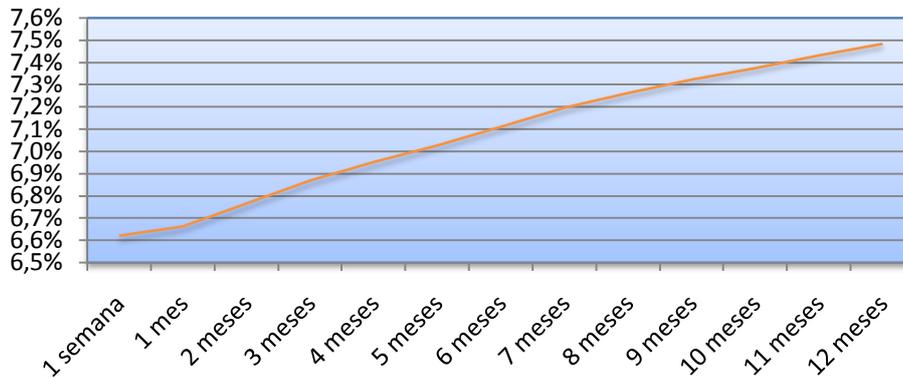
Esta evolución lógica de los tipos de descuento y de los tipos de interés se describe en la llamada curva de rendimientos (*yield curve*), donde se muestra una relación directa entre el plazo de un préstamo y su rentabilidad. Se trata, además, de una teoría que ya fue desarrollada a finales del s. XIX por uno de los más egregios economistas de la escuela austriaca, Eugen Böhm Bawerk, para quien un alargamiento temporal de los procesos productivos siempre permitía seleccionar algunos que fueran más rentables que los de menor duración.



Copyright © 2006 Investopedia.com

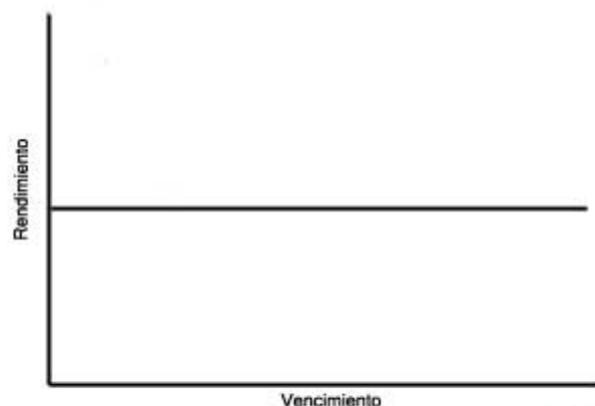
Esta forma de la curva de rendimientos es la habitual en períodos donde no se está produciendo expansión crediticia, esto es, donde tienden a coincidir los plazos de la inversión con los de la financiación. Por ejemplo, prevaleció antes de las fuertes rebajas de tipos de interés que iniciaron los bancos centrales a finales de 2001.

Curva de rendimientos del Libor (1 de junio de 2000)



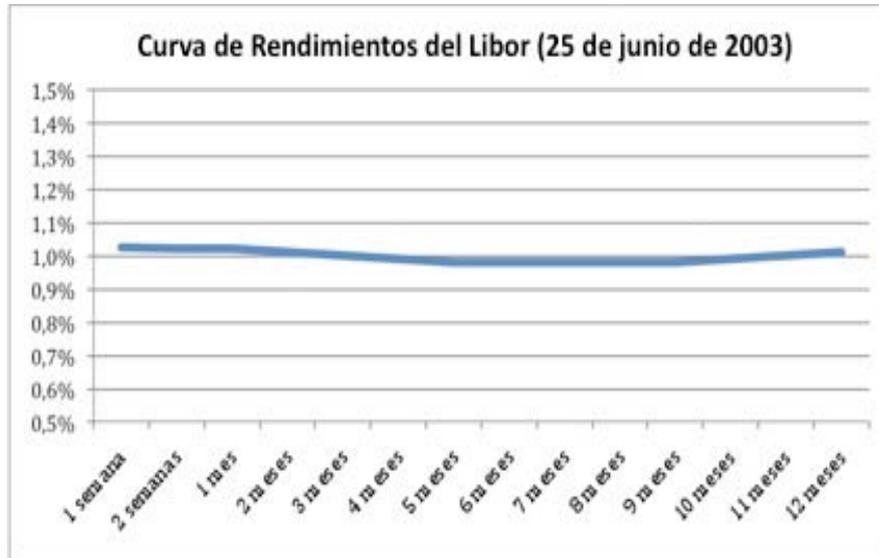
Por este motivo, el tipo de descuento tiende a estar por debajo del tipo de interés. Conforme el riesgo y el plazo de recuperación de los saldos líquidos se incrementan, el precio de su uso debe subir. Pero también por este motivo, existe la fuerte tentación de captar el dinero al tipo de descuento para prestarlo al tipo de interés. O dicho de una manera más clara, aunque probablemente más inexacta, existen fuertes incentivos a endeudarse a corto plazo para prestar a largo.

De esta manera, se logra un arbitraje entre el tipo de descuento y el tipo de interés (y entre los distintos tipos de interés entre sí) por el cual aumenta la remuneración de los saldos líquidos a corto plazo y se reduce el rendimiento de los proyectos a más largo plazo. Dicho de otra manera, la demanda de los saldos a corto plazo aumenta (subiendo el tipo de descuento), al tiempo que lo hace su uso masivo sobre los proyectos a largo plazo (disminuyendo su rentabilidad). Esto provoca un aplastamiento de la curva de rendimientos,

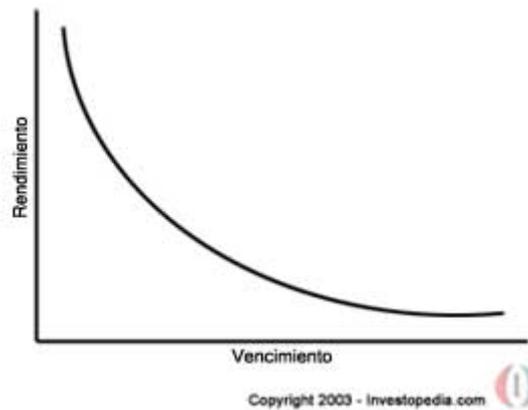


Copyright 2003 - Investopedia.com

como la que prevaleció durante la mayor parte de la expansión crediticia (entre 2003 y 2005)



e incluso una inversión de la misma en períodos de restricciones de liquidez,



como la que tuvo lugar tras el rescate de Bear Stearns.



...que se corrompe con el arbitraje de tipos de interés...

El problema es que los saldos líquidos no equivalen a ahorro, es decir, una renuncia al consumo presente a cambio de una mayor cantidad de capital futuro, sino a una cuenta de tesorería que permite saldar las deudas de vencimiento más inmediato. El aspecto negativo de estos saldos líquidos es que se renuncia a obtener una rentabilidad por su utilización. Pero si el tipo de descuento se ve incrementado como consecuencia del arbitraje con el tipo de interés, se genera un incentivo a que la gente atesore el valor en una refinanciación permanente de esos saldos líquidos que, además, proporcionan rentabilidad.

Por el contrario, el abaratamiento del coste de financiación a largo plazo (consecuencia del arbitraje de tipos) permite emprender de manera transitoria un número mayor de proyectos de inversión al que se habría realizado con unos tipos más altos.

Dicho de otra manera, el arbitraje de tipos fuerza una disminución del ahorro al tiempo que incentiva la inversión, dando lugar a una estructura productiva excesivamente apalancada que no es capaz de completarse por falta de ciertos recursos específicos que se han infraproducido como consecuencia del capital que se detrajo para sufragar los proyectos productivos de mayor rendimiento o riesgo en el corto plazo.

Desde un punto de vista financiero, este apalancamiento excesivo y distorsión de la estructura productiva se plasma en un apalancamiento también excesivo del endeudamiento empresarial y familiar con respecto al capital disponible. Y es que los saldos líquidos de los individuos se emplean para financiar activos a largo plazo camuflando esta operación como una deuda colateralizada por el valor del activo que, en apariencia, puede liquidarse en cualquier momento gracias a la garantía que lleva incorporada.

El apalancamiento financiero permite multiplicar la rentabilidad que se obtiene sobre los ahorros reales. Si un inversor se apalanca cinco veces sobre su capital (por ejemplo adquiriendo un activo que vale 100 um con un capital propio de 20), su capacidad de inversión se multiplica también por cinco. El problema es que, en contrapartida, otros individuos deberían haber perdido esa capacidad inversora adicional, lo cual no sucede porque la gran cantidad de saldos líquidos permite dar apoyo transitorio al auge inversor.

El problema es que si el proceso de apalancamiento multiplica la rentabilidad que puede lograrse por una inversión, el proceso de desapalancamiento financiero (por el cual se intentan convertir los activos menos líquidos en otros más líquidos) provoca una destrucción masiva de la rentabilidad, el crédito y la inversión.

Supongamos que un banco permite a su cliente apalancarse cinco veces sobre su capital. De esta manera, con un capital de 20 um adquiere un activo de 100. Si este activo cae un 15% en su valor, el capital de este cliente se reduce a 5 um, con lo que el apalancamiento se eleva a 17 (85 um de valor del activo frente a 5 um de capital).

El cliente, por consiguiente, tiene que reducir su apalancamiento de nuevo hasta cinco, para lo cual tiene dos opciones: o bien lograr capital adicional o bien enajenar

parte del activo. Si la primera opción resulta imposible (o al menos imposible para mantener la rentabilidad sobre la inversión) tendrá que vender una porción del activo equivalente a 60 um (el 70% de su valor para que caiga hasta 25 um con un capital de 5 um), lo cual deprimirá aún más el precio del activo si se trata de un proceso generalizado de los inversores. Si esto sucediera, es posible que el ratio del apalancamiento del cliente aumentara aun después de liquidar la mayor parte de su activo (obligándole a volver a desapalancarse).

Asimismo, es probable que en estas circunstancias el banco trate de recuperar liquidez reduciendo el ratio de apalancamiento que permite a sus clientes de modo que el proceso de desapalancamiento se convierte aún en más destructivo. Si en el caso anterior (85 um de activo y 5 um de capital), el banco reduce el ratio de apalancamiento a dos, el inversor tendría que enajenar una porción del activo equivalente a 75 um (el 88% de su valor), exacerbando el proceso anterior.

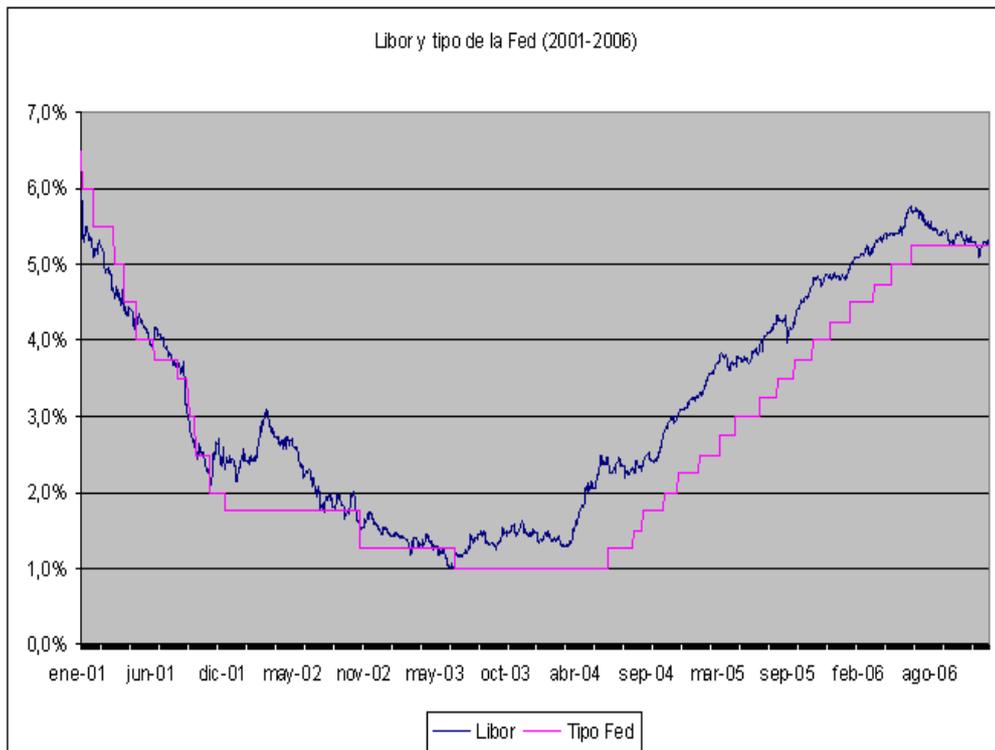
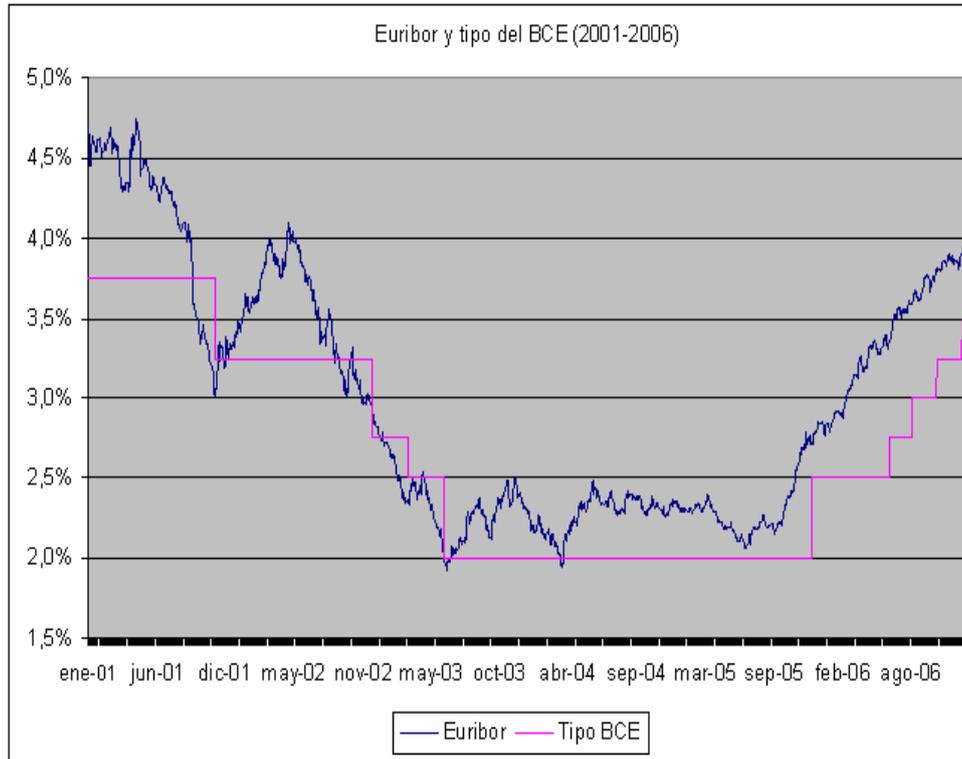
Toda esta dinámica contractiva tendría lugar simplemente con un apalancamiento de 5 veces el capital y una caída del valor de los activos del 15%.

... como sucedió a partir de 2001.

Pues bien, los apalancamientos productivo y financiero incitados por el arbitraje de tipos de interés nos proporcionan la clave para comprender los fenómenos acaecidos desde 2001 en la economía internacional.

El funcionamiento del sistema bancario, basado en una renovación permanente por parte del banco central de los pasivos a corto plazo de los bancos comerciales que invierten en activos a largo plazo¹, favoreció una caída enorme de los tipos de interés a corto plazo:

¹ Para una explicación más detallada de este fenómeno puede consultarse el apartado de antecedentes del boletín enero-marzo de 2008 del Observatorio de Coyuntura Económica del Instituto Juan de Mariana.



lo que permitió a su vez rebajar los tipos de interés a largo mediante el arbitraje de tipos y así incrementar la inversión en proyectos concretos de vencimiento más a largo plazo, como eran las hipotecas (especialmente las de alto riesgo o *subprime*), las recompras apalancadas de empresas y los préstamos al consumo (en una cantidad que

excedían la capacidad de repago mediante la renta actual). En cambio, otras ramas de la estructura productiva que deberían haberse expandido de manera proporcional (como las materias primas) no recibieron estos nuevos flujos inversores.

Tenemos aquí, por lo tanto, un doble proceso de apalancamiento: productivo (expansión desproporcionada de determinados proyectos) y financiero (endeudamiento masivo), sufragado por la utilización de los fondos inflados del mercado monetario en el mercado de capitales.

Este proceso de doble apalancamiento se vio, a su vez, favorecido por una organización del sistema financiero que trataba de exprimir aún en mayor medida los fondos monetarios con la finalidad de invertirlos.

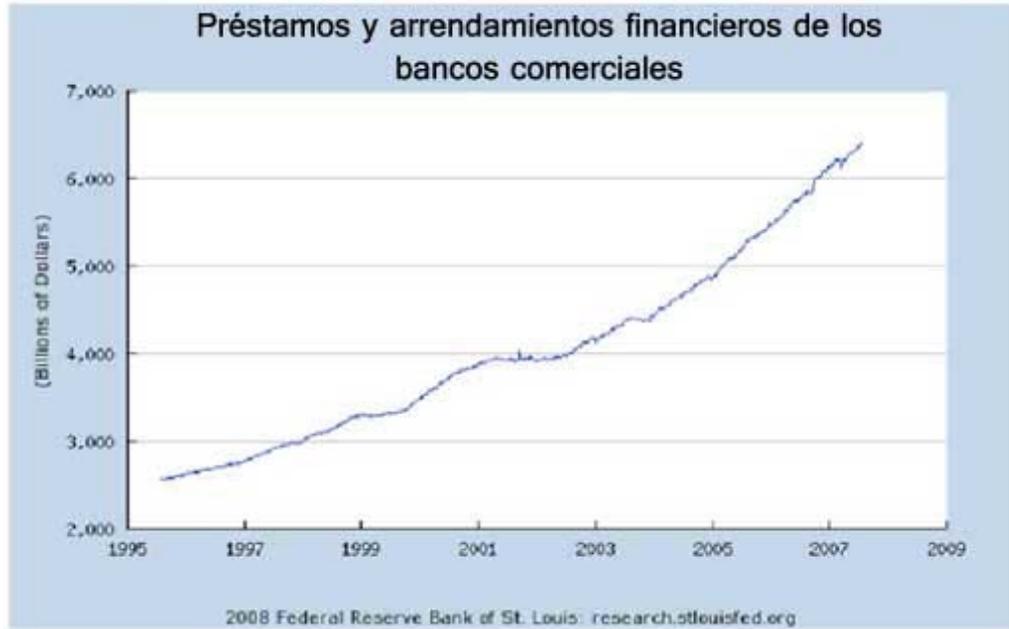
Las titulaciones de los activos bancarios pueden ser un proceso muy útil cuando no existe descalce de plazos y riesgos ni entre el activo bancario y el pasivo bancario (por ejemplo, la utilización de depósitos a la vista para financiar hipotecas), ni entre el activo bancario y la titulación (por ejemplo, emisión de notas a corto plazo respaldadas por los flujos de caja de un activo a largo plazo).

Sin embargo, una parte importante de las titulaciones ha ido destinada a arbitrar los plazos y riesgos de los activos financieros y bancarios, como ilustran perfectamente los casos de los CDO y las SIV².

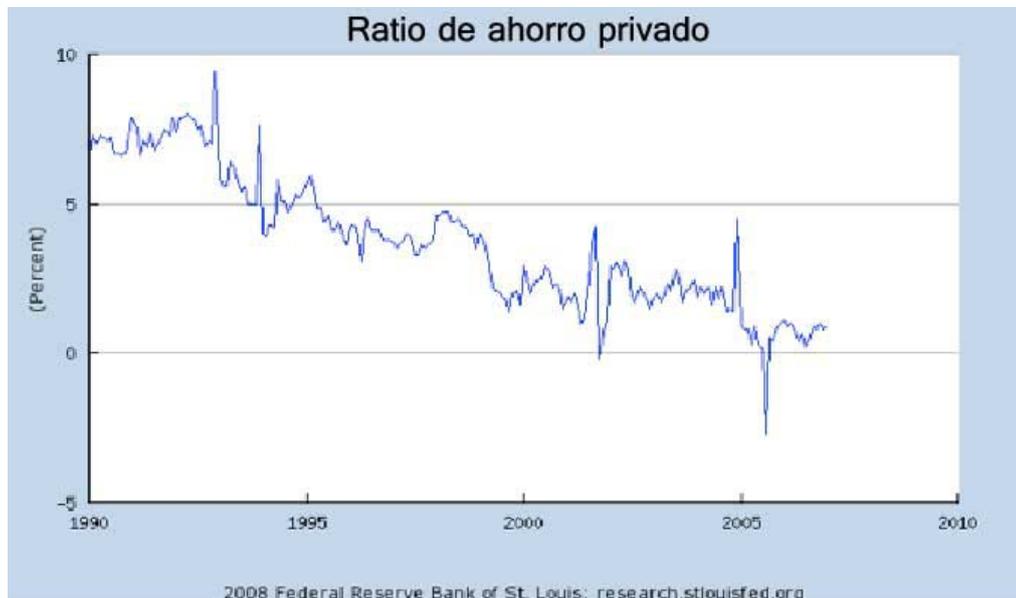
En esta dinámica han sido cómplices prácticamente todos los agentes del sistema financiero actual: los bancos (como originadores de los préstamos concedidos con fondos a corto plazo), los inversores institucionales (como adquirientes de unas titulaciones que ofrecían en apariencia mayor rentabilidad a un mismo riesgo que los activos tradicionales a corto plazo), los bancos centrales (por espolear el proceso de arbitraje de tipos de interés de los bancos comerciales), las agencias *monoline* (por prestar aseguramiento contra unos riesgos inasegurables), las agencias de calificación (por no tener en cuenta los riesgos asociados al arbitraje de tipos y conceder unos *ratings* absurdamente elevados), el Gobierno de EEUU (por embarcarse en el mayor déficit público de su historia) y las agencias hipotecarias estatales de EEUU (por llevar a cabo a gran escala el arbitraje de riesgos valiéndose del aval implícito del Gobierno).

Así pues, se produjo un endeudamiento masivo de las sociedades occidentales

² Para una explicación más detallada de estos instrumentos puede consultarse el apartado de antecedentes del boletín octubre-diciembre de 2007 del Observatorio de Coyuntura Económica del Instituto Juan de Mariana.



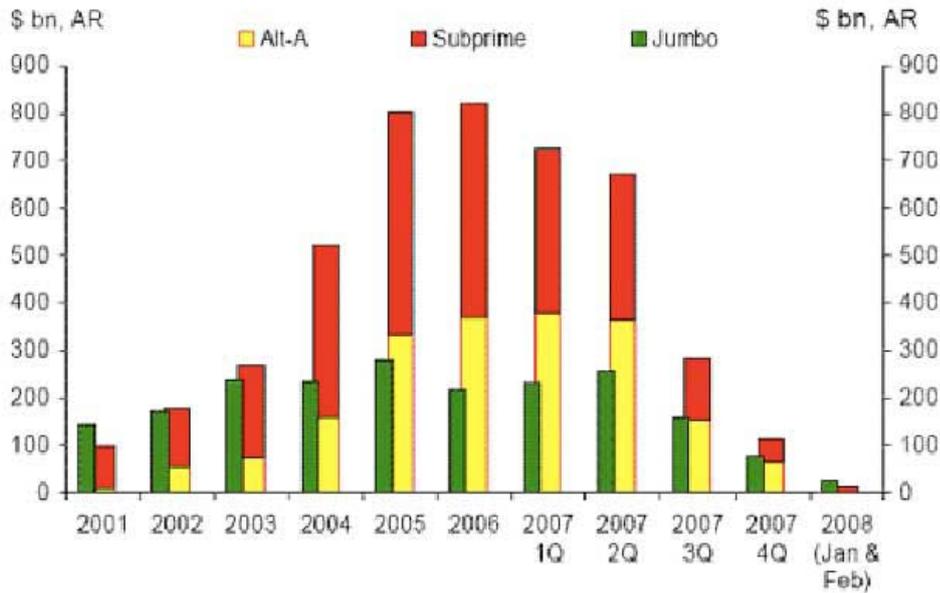
destinado a financiar la expansión de determinados activos arriesgados y a largo plazo sin contar con un ahorro genuino que respaldara este proceso inversor.



Sin embargo, a mediados de 2007, el número de impagos de los activos financieros comienzan a crecer, debido a que ya no resulta posible seguir financiando estructuras productivas tan apalancadas, de modo que se produce el temido proceso de desapalancamiento financiero. Los saldos de caja comienzan a atesorarse, el capital de los bancos comienza a reducirse como consecuencia de las masivas provisiones y, en definitiva, los fondos del mercado monetario dejan de afluir hacia la renovación de

la financiación de los activos a largo plazo, con lo que el crédito se restringe y los pagos se aceleran aún más.

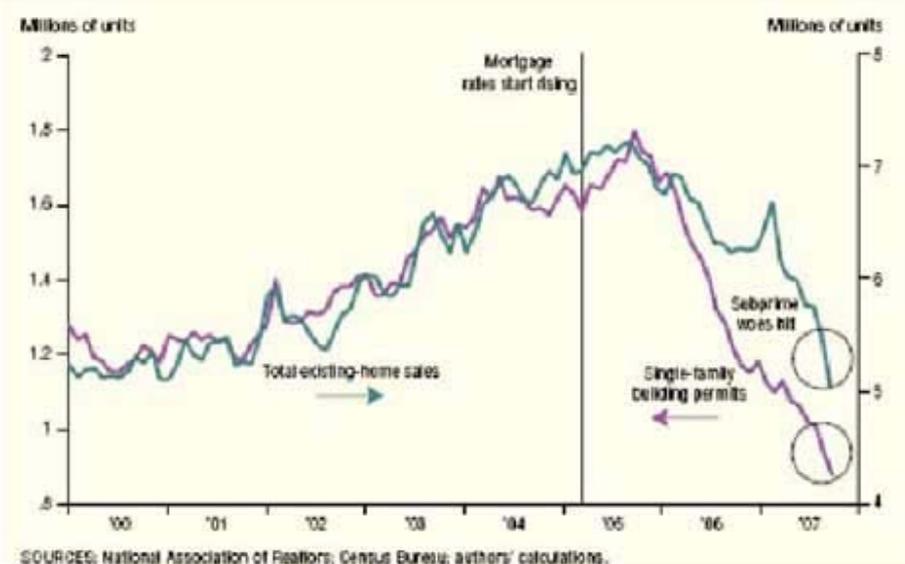
Las hipotecas titulizadas han desaparecido



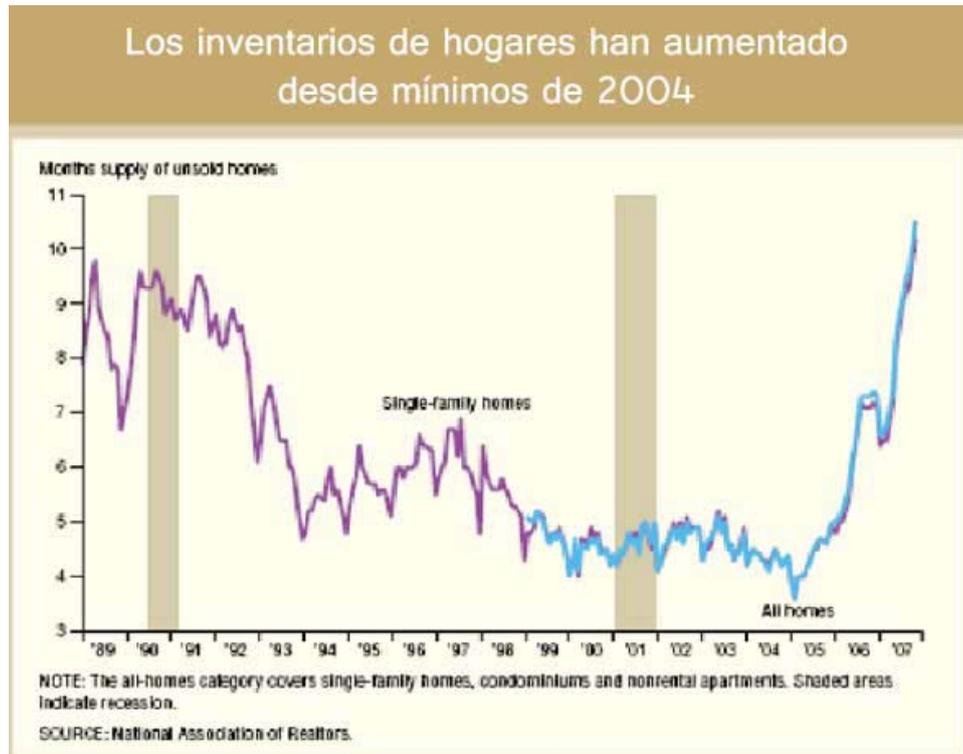
Source: MBA, DBI Global Markets Research

En el lado real de la economía, esto se traduce en una completa parálisis de los sectores del mercado más necesitados de esa renovación de su financiación a corto plazo, como es el caso de la vivienda

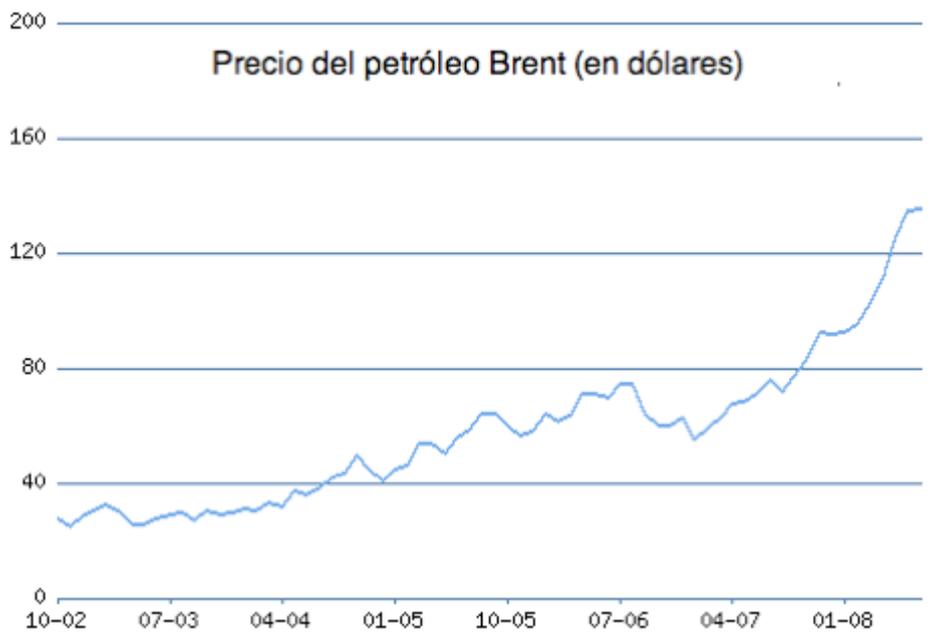
La actividad inmobiliaria ha decaído



SOURCES: National Association of Realtors; Census Bureau; authors' calculations.



y en un progresivo incremento de los precios de los bienes complementarios de capital en los que se había infrainvertido durante la etapa del *boom*, como es el caso el petróleo y otras materias primas:



La respuesta de las autoridades políticas y monetarias ante la emergencia de la crisis no ha sido permitir que prosigan las liquidaciones de las malas inversiones para que se incremente el ahorro y pueda redirigirse hacia aquellas industrias donde existen “cuellos de botella”.

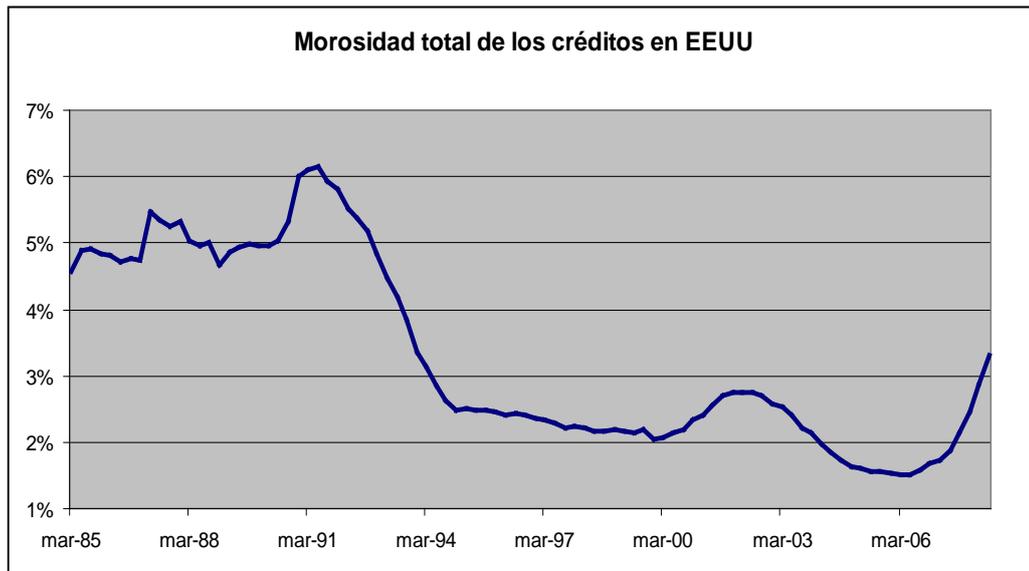
Por el contrario, los burócratas han intentado, por un lado, incentivar el consumo (por ejemplo a través de rebajas fiscales financiadas con cargo al déficit presupuestario y de incrementos directos del gasto público) y, por otro, reactivar el ciclo de endeudamiento basado en el arbitraje de tipos (reduciendo sus tipos de intervención y rescatando directa o indirectamente al sistema bancario a costa de envilecer sus propias divisas).

Como consecuencia de estas políticas, la disponibilidad de ahorros se ha reducido y determinados activos (especialmente las materias primas y la deuda pública) se han convertido en depósitos de valor alternativos al dólar, lo que ha generado una prima en sus precios. Dicho de otra manera, la deliberada política de envilecimiento del dólar se ha traducido en los últimos meses en una inflación de precios de las materias primas que ha ido estrangulando los márgenes empresariales ante su incapacidad para repercutir los mayores costes en mayores precios finales, sin que el consumo se resintiera gravemente.

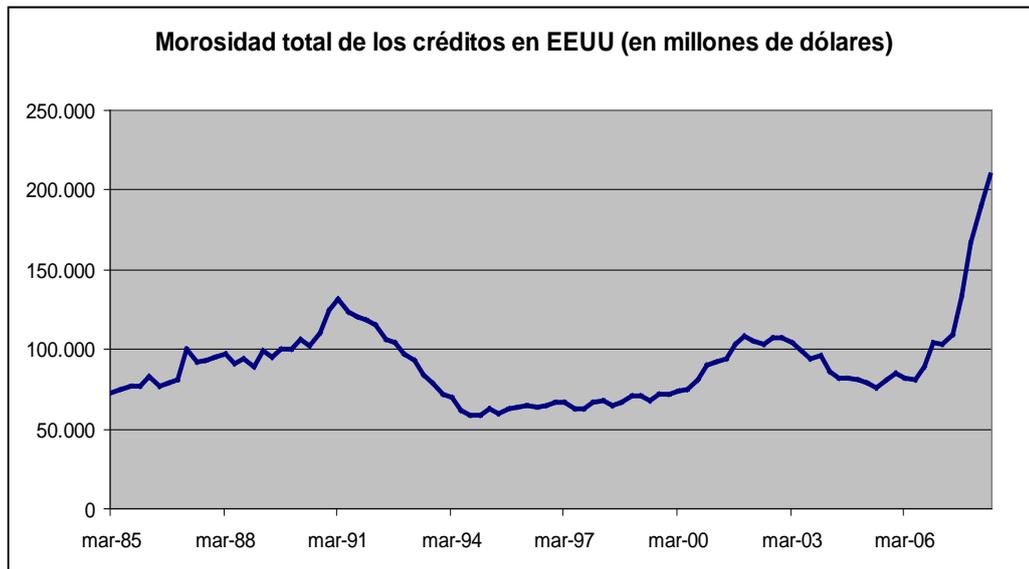
3. La crisis durante el segundo trimestre de 2008

La morosidad siguió aumentando...

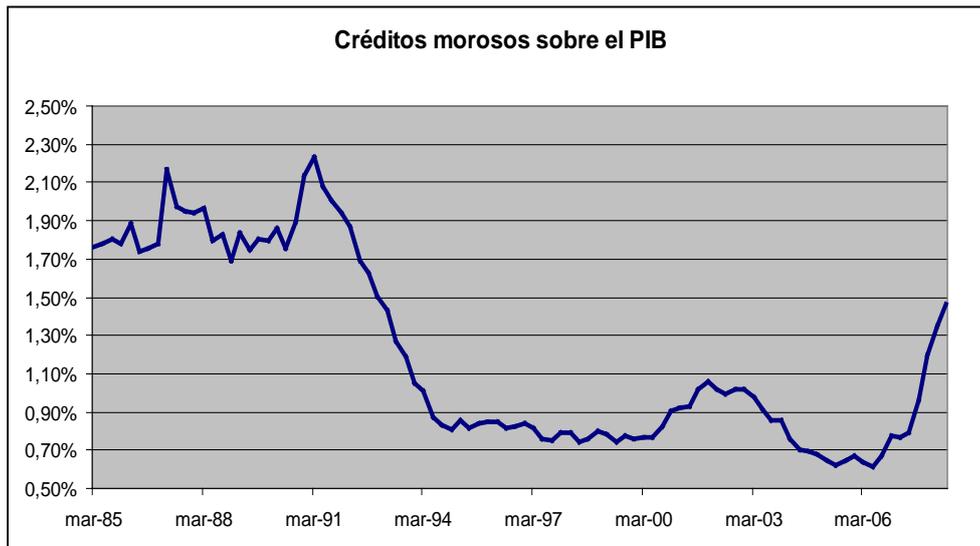
La morosidad de los créditos bancarios estadounidenses continuó incrementándose durante el segundo trimestre de 2008, hasta alcanzar el 3,31%, el nivel más alto desde el cuarto trimestre de 1993.



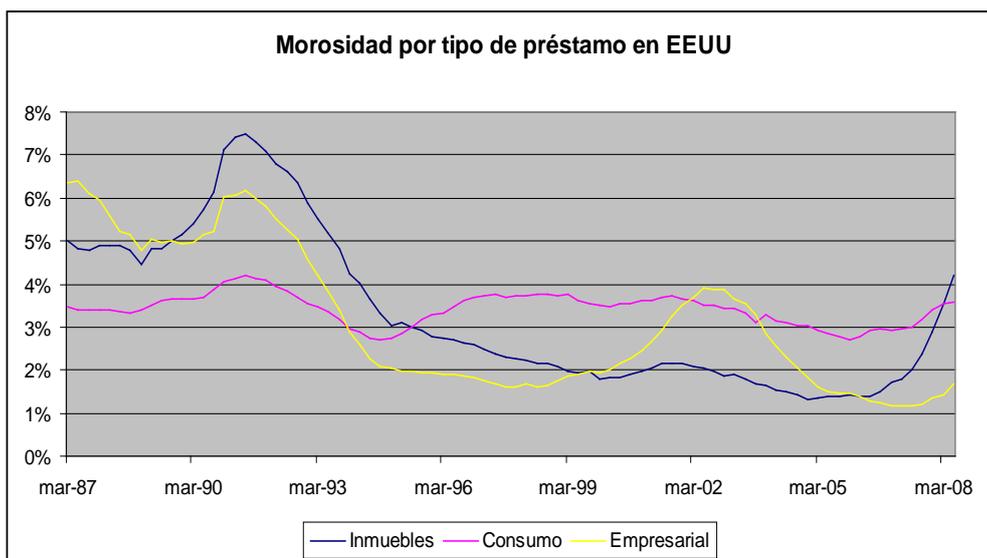
En términos absolutos, los créditos morosos vuelven a batir el récord histórico, superando por primera vez en su historia los 200.000 millones de dólares.



Como siempre, conviene poner la morosidad absoluta en relación con el PIB. En el segundo trimestre de 2008 la morosidad de los bancos estadounidenses sobre el PIB alcanzó el 1,47%, la cifra más alta desde el cuarto trimestre de 1992.



Por tipos de préstamo, la morosidad de los créditos sobre inmuebles se destaca definitivamente como la peor en EEUU, si bien todas muestran un claro perfil ascendente.



Los anteriores impagos se refieren únicamente a los créditos registrados en los balances de los bancos. Sin embargo, gran parte de la deuda del país se encuentran en forma de bonos emitidos por empresas y otros inversores que, obviamente, se encuentra fuera de los balances bancarios.

En este caso, los bonos empresariales especulativos de EEUU registraron un impago del 2,4% durante el segundo trimestre del año frente al 1,8% experimentado en el primero³. El propio servicio de Moody's estima que a finales de año el ratio escalará hasta el 5,4% y e incluso hasta el 10% durante 2009⁴. Pero además, según Fitch, el

³ STAFF WRITER. *Moody's: Global default rate unchanged in June.* (Julio 2008)

⁴ JHON GLOVER. *Defaults on Junk Bonds May Reach 10% as Economy Slows* (Agosto 2008)

default será mucho más doloroso que en otras ocasiones. Históricamente, los tenedores de bonos impagados recibían 42 céntimos por cada dólar invertido (es decir, se perdía el 58% de los dólares invertidos). Sin embargo, en esta ocasión, al menos un tercio de los inversores sólo obtendrá 10 céntimos (pérdidas del 90%), mientras que un 22% logrará recuperar entre 11 céntimos y 30 (pérdidas entre el 89% y el 70%)⁵.

...especialmente en las hipotecas...

Centrándonos en los préstamos hipotecarios de tipo residencial, su impago alcanzó el 6,41% del total de préstamos, frente al 6,35% del trimestre anterior. Asimismo, las hipotecas en proceso de ejecución se incrementaron hasta el 2,75% del total, frente al 2,47% del trimestre anterior.

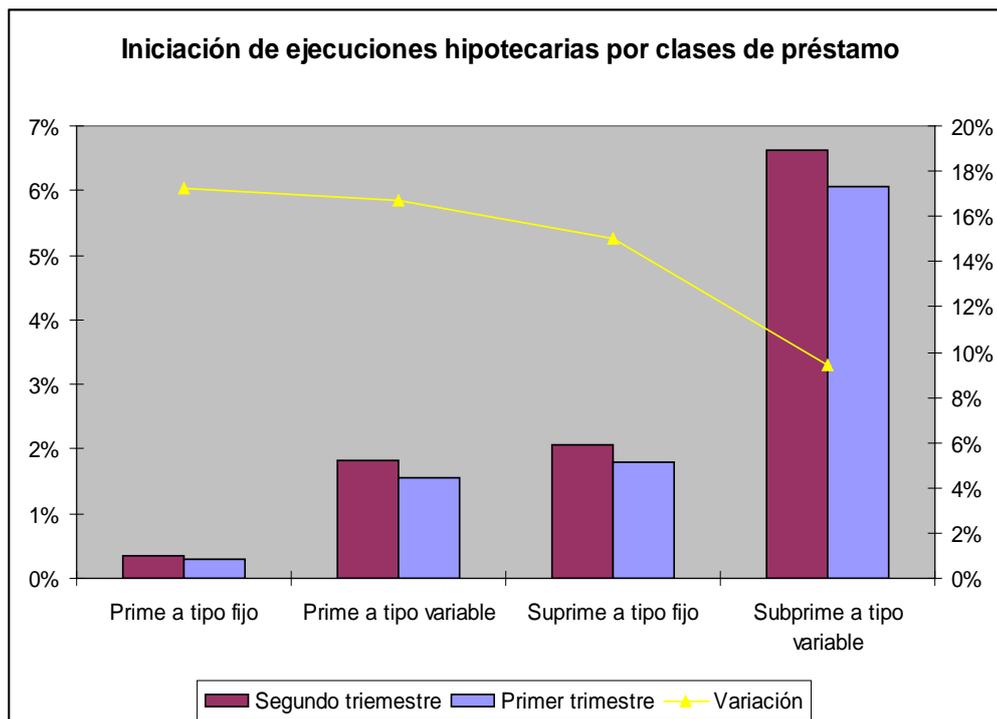
Dado que entre las hipotecas impagadas no se incluyen las que están en proceso de ejecución, puede señalarse que el 9,10% de todos los préstamos hipotecarios residenciales estaba generando problemas a sus acreedores.

Pero además, este trimestre también fue el que más ejecuciones hipotecarias se iniciaron, concretamente un 1,08% del total de hipotecas.



De nuevo, las hipotecas *subprime* a tipo variable fueron las que encabezaron las ejecuciones, con el 6,63% del total de préstamos de este tipo.

⁵ CAROLINA SALAS. *Bondholders Lucky to Get 10 Cents in Looming Defaults.* (Marzo 2008)



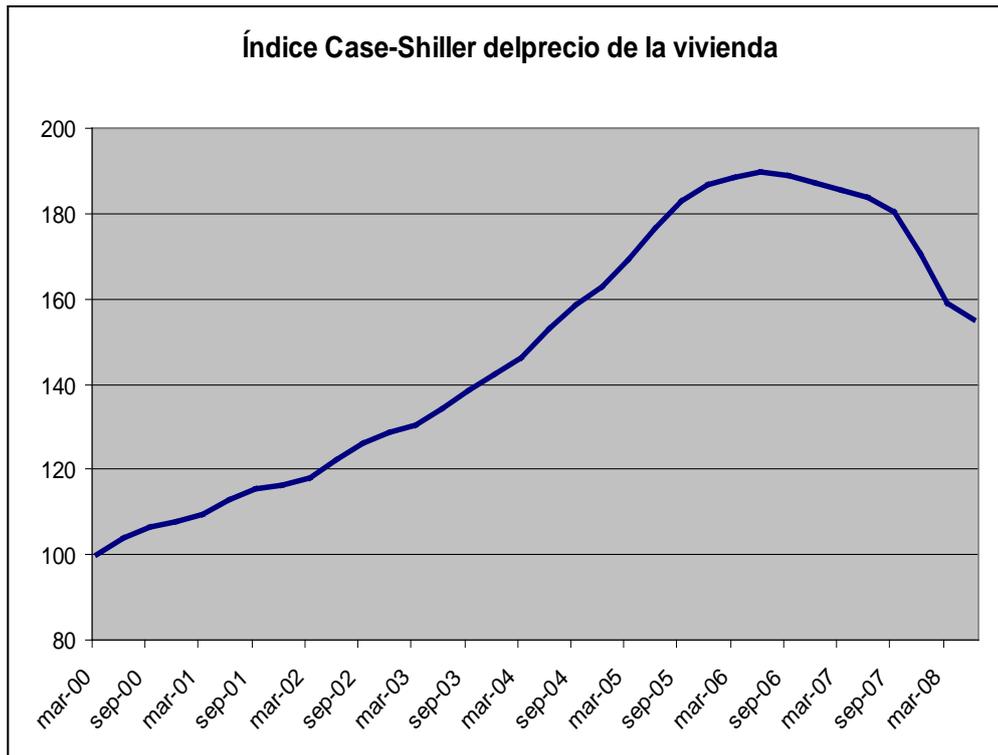
En el gráfico puede observarse cómo los dos factores que contribuyen a elevar los impagos y, en consecuencia, las ejecuciones son tanto la solvencia del deudor (*prime* frente a *subprime*) como el tipo de préstamo (fijo frente a variable). Así, las mayores ejecuciones corresponden a los préstamos que combinan ambas características (*subprime* a tipo variable), pero los que sólo poseen una de ellas (*subprime* o tipo variable) también presentan ratios de ejecución notables.

De hecho, en cierta medida, el mayor incremento de las ejecuciones corresponde a los deudores que, hasta la fecha, se hallaban en una posición menos complicada. Tanto los deudores *prime* a tipo variable como los *subprime* a tipo fijo ven incrementadas las nuevas ejecuciones en porcentajes que se sitúan alrededor del 15%.

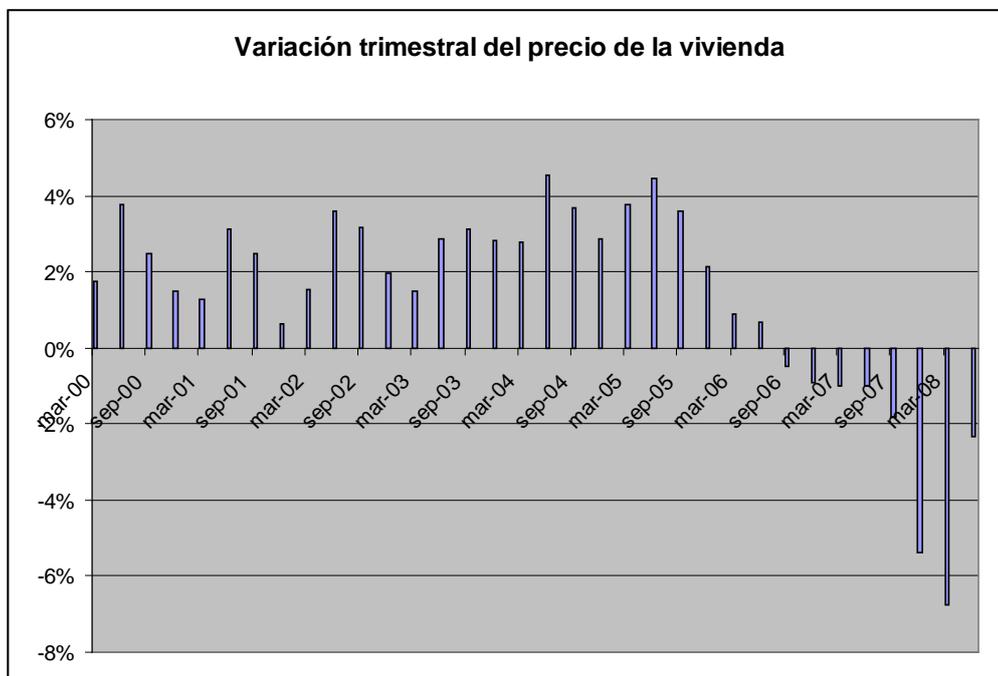
Como ya explicamos en el anterior boletín, esta tendencia viene provocada, primero, por los *walking-aways* (el impago involuntario de una hipoteca cuando la deuda viva supera el valor de la vivienda) en los estados *non-recourse* (aquellos donde no existe garantía personal sobre el préstamo hipotecario) y, segundo, por los pinchazos de las mayores burbujas inmobiliarias en determinados estados.

Así, de los ocho estados donde las iniciaciones hipotecarias superaron la media nacional (Nevada, Florida, California, Arizona, Michigan, Rhode Island, Indiana y Ohio), cinco de ellos tenían leyes *non-recourse* (Nevada, California, Arizona, Michigan y Rhode Island) y otro (Florida) fue el segundo estado (después de California) con una mayor burbuja inmobiliaria en 2004.

Es posible que el problema de los *walking-away* termine solucionándose en el medio plazo, debido a que el precio de la vivienda ya ha sufrido un correctivo bastante grande:



En el segundo trimestre, el precio cayó un 2,33% con respecto al trimestre anterior y un 15,3% en su tasa interanual. Sin embargo, el ritmo de caída del precio parece empezar a desacelerarse:



Pero sobre todo, el indicador que más claramente muestra que los precios de la vivienda podrían estar tocando fondo es el ratio PER de la vivienda, donde se relaciona el precio de la vivienda con la renta que se obtiene por alquilarla. Generalmente, el PER de la vivienda debe estar en relación con el PER de otros

activos ya que, en caso contrario, existen oportunidades de arbitraje (por ejemplo, desinvertir en vivienda e invertir en bolsa).

Según la *National Association of Realtors*, el precio medio de la vivienda en EEUU se sitúa en 212.400 dólares a finales de marzo de 2008⁶. Aplicando la caída del 2,23% llegamos a un precio de 207.663 dólares a finales de junio. Por otro lado, la empresa de análisis del mercado inmobiliario, M/PF Yieldstar, estimaba que en el segundo trimestre de 2006 el alquiler medio se situaba en 896 dólares⁷. Aplicando un incremento anual medio del 4%, tendríamos que el alquiler medio a finales de 2008 en 970 dólares.

Siendo esto así, el PER medio de la vivienda se situó a finales de 2008 en 17,8, lo que se aproxima a la media histórica del 16,9⁸, por lo que no debería seguir cayendo mucho más tiempo.

En caso de detenerse el descenso del precio de la vivienda, la erosión del valor neto de las viviendas también llegaría a su fin, de modo que, como mucho, los *walking-away* se producirían sobre los hipotecados que en la actualidad ya tuvieran un valor neto negativo (pero no sobre un número mayor).

Lo que, sin embargo, no parece lejos de llegar a su fin son los impagos por insolvencia de los deudores. Dentro del total de iniciaciones de ejecuciones hipotecarias, destacan las hipotecas *option ARM*, que representaron el 23% del total de nuevas ejecuciones.

Las *option ARM* son un tipo de hipotecas donde el hipotecado pagaba durante un período de cinco años una cuota que no cubría el principal ni todo el interés del período, de modo que la diferencia con el tipo de interés de mercado pasaba a engrosar la deuda principal (por lo que se conocía como amortización negativa).

Por ejemplo, supongamos una hipoteca *option ARM* de 100.000 dólares referenciada al libor a 12 meses pero con pacto de intereses al 1,25% durante los cinco primeros años. Para simplificar, supondremos que el libor a 12 meses se ha mantenido en el 4% durante los cinco primeros años y que cae al 3% en el año 6.

Las cuotas hipotecarias serían las siguientes:

	Deuda principal	Cuota mensual
Año 1	100.000	103,75
Año 2	103.734	106,407
Año 3	105.544	109,316
Año 4	108.430	112,306
Año 5	111.395	115,337
Año 6	114.441	660

⁶ REAL, ABC. *Real Estate Home Appreciation*. (Mayo 2008)

⁷ APARTAMENT RENTAL RATES. *Apartment Rental Rates*. (Agosto 2008)

⁸ RALLO, JUAN RAMÓN. *Los precios de la vivienda y la burbuja en inmobiliaria en España*. (Marzo 2008)

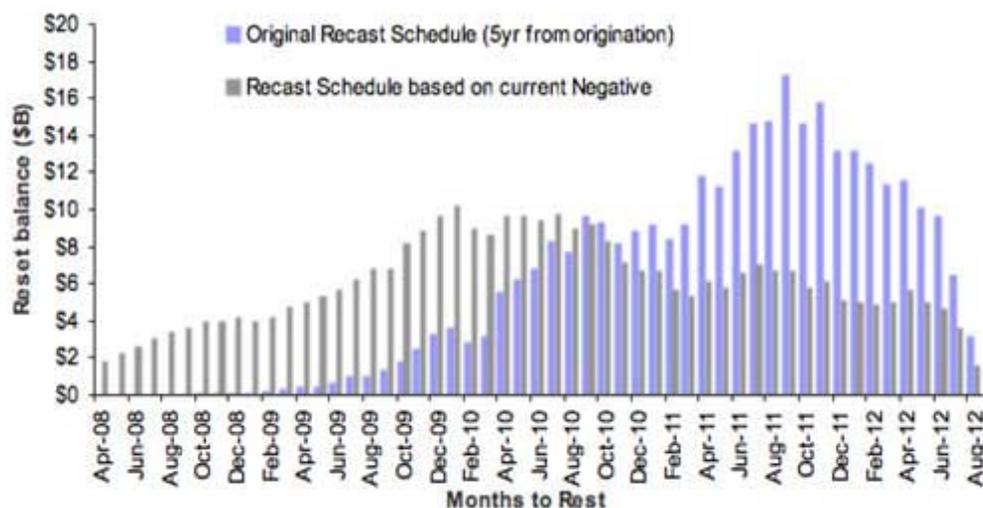
El hipotecado pagaría una cuota mensual muy baja durante los cinco primeros años, pero al año sexto, no sólo su deuda principal se habría incrementado en casi un 15%, sino que empezaría a pagar casi seis veces más al mes. Esto se debe a que en el año sexto empezaría a pagar el principal incrementado más los tipos de interés reales del mercado.

Puede parecer extraño que alguien quisiera endeudarse con estas condiciones; sin embargo, hay que tener en cuenta que la mayoría de hipotecados esperaba revender la vivienda por un precio superior antes de que pasaran cinco años, de modo que podría amortizar la hipoteca y adquirir un inmueble mayor.

Sin embargo, cuando los precios de la vivienda dejaron de incrementarse a mediados de 2006, muchos hipotecados con una *option ARM* se encontraron atrapados en su vivienda, con unas cuotas que cuando empiecen a crecer les resultarán inasequibles.

En principio, como la gran parte de estas hipotecas se concedieron en 2005 y 2006 (según UBS, 18.500 millones de dólares en 2004, 128.000 millones en 2005 y 175.000 millones en 2006), las revisiones están previstas para 2010 y 2011. No obstante, la mayor parte de estas hipotecas incluye una cláusula según la cual la cuota debe revisarse cuando la deuda principal se haya incrementado entre un 10% y un 25%, por lo que los nuevos cálculos sitúan la mayoría de revisión de las cuotas en 2009 y 2010.

Planificación de las revisiones de las "Option ARM"



(Fuente: Credit Suisse)

Así pues, después de la oleada de hipotecas subprime, parece inevitable que se produzca una oleada de impagos de hipotecas *option ARM*, pese a que la mayoría han sido otorgadas a deudores *alt-A*, esto es, con una solvencia ligeramente superior a los *subprime*.

No en vano, las agencias de *rating* ya han comenzado a degradar la calificación de las hipotecas *alt-A*, entre las que se encuentran un importante porcentaje de hipotecas *option ARM*.

...lo que siguió sin ser identificado por las agencias de rating...

A finales de abril, por ejemplo, Standard and Poor's recortó el *rating* a 41.000 millones de hipotecas residenciales *alt-A*⁹ y de 33.950 millones más a finales de mayo¹⁰.

Por su parte, Fitch reconoció, a través de su director Grant Baily, que “no sé si serán muchos o no, pero creo que una gran parte de los *tranches senior* de *alt-A* tendrán que ser degradados”. De hecho, la agencia de *rating* europea se vio forzada a modificar el método por el que valoraba las hipotecas *alt-A*, actualizando periódicamente las pérdidas de valoración de estas hipotecas, aun cuando no hubiesen incurrido en morosidad. El cambio vino motivado por la rápida escalada en los impagos que estaba sufriendo este tipo de hipotecas (en los bonos emitidos en 2006, la morosidad se disparó en marzo al 11%, frente a la media histórica del 1%)¹¹.

El prestigio de las agencias de *rating* continuó cuesta abajo durante el segundo trimestre de este año, especialmente el de Moody's, dado que se hizo patente que había asignado muchas de sus calificaciones de manera fraudulenta.

En concreto, Moody's reconoció que un gusano en sus sistemas informáticos había concedido de manera incorrecta la calificación de triple-A a varios derivados que, en su mayoría, han sufrido una pérdida del 60% durante la crisis¹². El problema fue que documentos internos revelan que Moody's fue consciente de ese error a principios de 2007 y decidió no rebajar los *ratings* hasta enero de 2008.

Sin embargo, parece probable que el gusano informático de Moody's no fuera un error informático, sino un modelo expresamente diseñado para proporcionar *ratings* triple-A a estos productos estructurados, siguiendo la estela de S&P, su compañía rival que ya venía calificando como triple-A a esos derivados.

Con todo, uno de los documentos más demoledores contra las agencias de calificación fue el artículo “Triple-A Failure” de Rogen Lowenstein¹³, autor del libro *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long Term Capital Management*.

Lowenstein explica la operativa que han seguido las agencias de calificación en la última década, de donde se desprenden varios defectos evidentes:

- Las agencias de calificación no solían tener acceso al historial crediticio de los agentes cuyas deudas estaban incluidos en los productos estructurados que calificaban.
- No valoraron correctamente que el hecho de que los deudores *subprime* no pudieran sufragar tipos de interés más altos y se vieran forzados a refinanciar su hipoteca, era un signo claro de burbuja inmobiliaria.

⁹ THOMSOM REUTERS. *S&P cuts \$41 bln of mostly higher-rated Alt-A deals*. (Marzo 2008)

¹⁰ PAUL JACKSON. *S&P Lowers the Boom on 1,326 Alt-A RMBS Classes*. (Mayo 2008)

¹¹ JODY SHENN. *Fitch Changes Method of Rating Alt-A Mortgage Bond*. (Mayo 2008)

¹² SAM JONES, GILLIAN TETT Y PAUL J DAVIES. *Moody's error gave top ratings to debt products*. (Mayo 2008)

¹³ ROGER LOWENSTEIN. *Triple-A Failure*. The New York Times (27 Abril 2008)

- Los modelos de las agencias de *rating* despreciaban la posibilidad de una burbuja y, de hecho, incorporaban subidas sostenidas del precio de la vivienda que, por tanto, permitirían refinanciar las hipotecas.
- Las agencias tampoco tuvieron en cuenta que buena parte de la inversión en vivienda tenía un componente de especulación, de modo que cuando los precios cayeran y eliminaran el valor neto de la vivienda, los impagos se producirían de manera voluntaria, con independencia del historial crediticio del deudor.
- El riesgo de impago de los CDO fue estimado de acuerdo con los impagos históricos de bonos similares a los que formaban su *pool*, lo que resultaba erróneo por dos motivos: ni los bonos ni las relaciones entre los bonos eran idénticas a las del pasado.
- Las agencias de *rating* se hallaban privilegiadas a partir de los 70 por las regulaciones de la SEC. A principios de esa década, se produjo la mayor quiebra, hasta la fecha, de una empresa en EEUU (Penn Central), que no fue anticipada por las agencias de *rating*. La SEC trató de penalizar a partir de entonces a los brokers que poseían deuda de grado especulativo y para ello tuvo que reglamentar qué agencias tenían legitimidad para distinguir entre grado de inversión y grado especulativo (la misma política siguieron varios tratados internacionales como Basilea); todo esto equivalía a un cartel público de agencias de *rating*. Desde los 70, las agencias pasaron de vender opiniones a los inversores a licencias a los deudores. Por este motivo, dejó de ser relevante si las opiniones eran fiables, lo importante es que las opiniones fueran satisfactorias para que el deudor pudiera emitir.

Los errores que resalta Lowenstein en su artículo son casos particulares de las críticas más generales que ya resaltamos en otros boletines¹⁴. Primero, las agencias de *rating* hacían uso de una teoría económica insuficiente para comprender la realidad social. En concreto, a) no comprendieron que el aparente exceso de liquidez del mercado era una fase previa a una contracción de esa liquidez, tal y como describe la teoría austriaca del ciclo económico¹⁵, b) no entendieron que el riesgo de impagos de la deuda no dependía únicamente de las características individuales del deudor, sino de las condiciones económicas generales que no suponían que fueran a cambiar, c) no valoraron correctamente el riesgo de liquidez propio del actual marco financiero, donde los deudores no tengan más remedio que liquidar masivamente los activos por una fracción de lo que invirtieron, d) las agencias se han convertido en un oligopolio semiestatal cuya función no es valorar correctamente los activos, sino dar carta blanca a la emisión de deuda.

La solución propuesta por Lowenstein también es similar a la que planteamos nosotros: terminar con la exigencia y el reconocimiento público de determinadas agencias de *rating* para que recuperen el modelo de negocios anterior a los 70, esto es, calificar las inversiones por encargo del ahorrador que quiere asegurarse de

¹⁴ Concretamente, en el apartado “*la crisis durante el cuarto trimestre*” del boletín octubre-diciembre de 2007 del Observatorio de Coyuntura Económica del Instituto Juan de Mariana.

¹⁵ Como muy expresivamente dice Lowenstein: “*El problema real es que las fórmulas matemáticas de las agencias miran hacia el pasado cuando los seres humanos viven hacia el futuro*”.

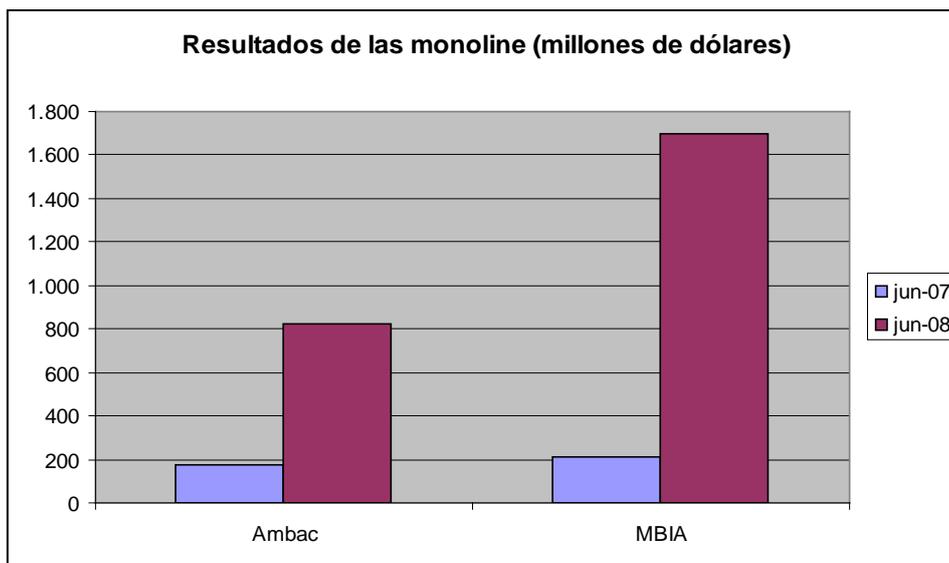
depositar su dinero en un activo seguro y no por encargo del emisor de deuda que necesita su sello cuasi-oficial para poder captar pasivo.

...ni por las aseguradoras de bonos...

Uno de los casos más escandalosos de ineficiencia de este nuevo modelo de agencias de calificación puede encontrarse en sus *ratings* a las llamadas *monoline*, esto es, empresas que aseguran la deuda de ayuntamientos, bancos y compañías y que desde hace meses se encuentran al borde de la quiebra sin que las dos grandes agencias de calificación, Standard and Poor's y Moody's, les rebajaran su máximo *rating* de triple-A.

En el segundo trimestre, sin embargo, las agencias comenaron a rectificar. A principios de abril, Fitch degradó a MBIA de AAA a AA (ya había hecho lo propio con Ambac en enero). Posteriormente, el 5 de junio, Standard and Poor's rebajó a MBIA y Ambac de AAA a AA, colocándoles además en perspectiva negativa (lo que indica que son posibles nuevas degradaciones en un futuro cercano). Por último, Moody's se unió a esta ola de rebajas dos semanas después, dejando a Ambac en Aa3 (equivalente al AA- de S&P's) y a MBIA en A2 (equivalente al A de S&P's).

La degradación tuvo dos efectos en principio imprevistos. El primero fue el de que permitió a las *monoline* presentar los mayores beneficios contables de su historia durante el segundo trimestre de 2008.



La razón no fue otro que una disposición recientemente aprobada que permitía a ambas compañías valorar sus pasivos *mark-to-market*, aproximándolos por los diferenciales de sus CDS. El diferencial del CDS indica el coste de asegurar la deuda de una compañía; cuando se amplía significa que los inversores prevén un mayor riesgo de impago. Tras la degradación, el *spread* de los CDS de Ambac y MBIA aumentó, lo que equivale a decir que la deuda de las *monoline*, de cotizar en un mercado amplio, se habría devaluado. Por ello, de acuerdo con esta nueva disposición, pudieron registrar abultados beneficios que, no obstante, sólo maquillaban el incesante goteo de pérdidas de ambas compañías (por ejemplo, Ambac, sin el cambio contable, habría perdido 450.000 millones de dólares).

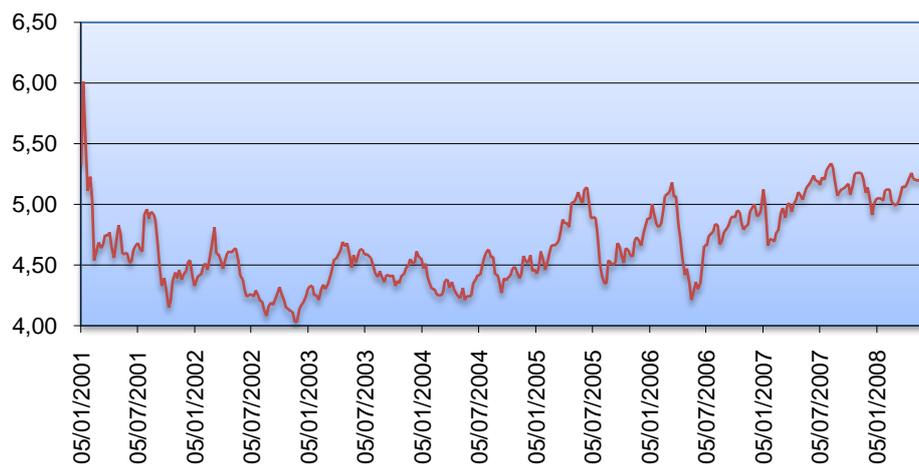
El segundo efecto inesperado fue más bien una ausencia de efecto: se esperaba que la rebaja del *rating* provocara una debacle en los mercados financieros, ya que la degradación de las *monoline* implicaba automáticamente la degradación de toda la deuda que ellas aseguraban. Por este motivo, todos los que habían comprado CDS de las *monoline* para proteger sus créditos deberían provisionarse las correspondientes pérdidas en el balance. Algunas estimaciones pronosticaban pérdidas de entre 150.000 y 200.000 millones de dólares. En la práctica, sin embargo, el resultado fue menos escandaloso, ya que muchas inversiones ya habían provisionado la mayoría de las pérdidas relacionadas con la inexorable degradación, por lo que esta degradación sólo acarreó una provisión adicional de alrededor de 10.000 millones de dólares.

Quizá, aunque es difícil medir este efecto, la degradación de las *monoline* sí pudo tener incidencia en una mayor congelación de los fondos de los bancos por motivos regulatorios, ya que Basilea-II impone una mayor cantidad de recursos propios dependiendo de la calidad de los activos. Pero como decimos, este es un efecto difícil de computar.

Sin duda, el mercado más afectado fue, de nuevo, el de la deuda municipal, por motivos análogos a los que ya explicamos en el anterior boletín. Básicamente, la presente crisis está hundiendo los ingresos de los Ayuntamientos, lo que hace prever que habrá importantes impagos municipales (en el primer semestre de 2008 ya se habían triplicado con respecto a todo 2007, hasta los 800 millones de dólares¹⁶) que, además, no podrán ser respaldados por las *monoline* que los habían asegurado. Así, tras la degradación de Ambac y MBIA, se produjo un notable incremento de las ventas de bonos municipales que hizo caer sus precios hasta el punto de que su tipo de interés fue el más elevado desde 2004¹⁷.

En las medidas semanales de los tipos de interés de la deuda municipal también puede verse cómo el coste financiero de la deuda se ha elevado casi ininterrumpidamente desde el comienzo de la crisis:

Tipo de interés de la deuda municipal



¹⁶ JOE MYSAK. *Subprime Finds New Victim as Muni Defaults Triple: Joe Mysak*. Bloomberg.com (Mayo 2008)

¹⁷ JEREMY R. COOKE. *Muni Bonds Tumble, Pushing 30-Year Yields to Highest Since 2004*. Bloomberg.com (Junio 2008)

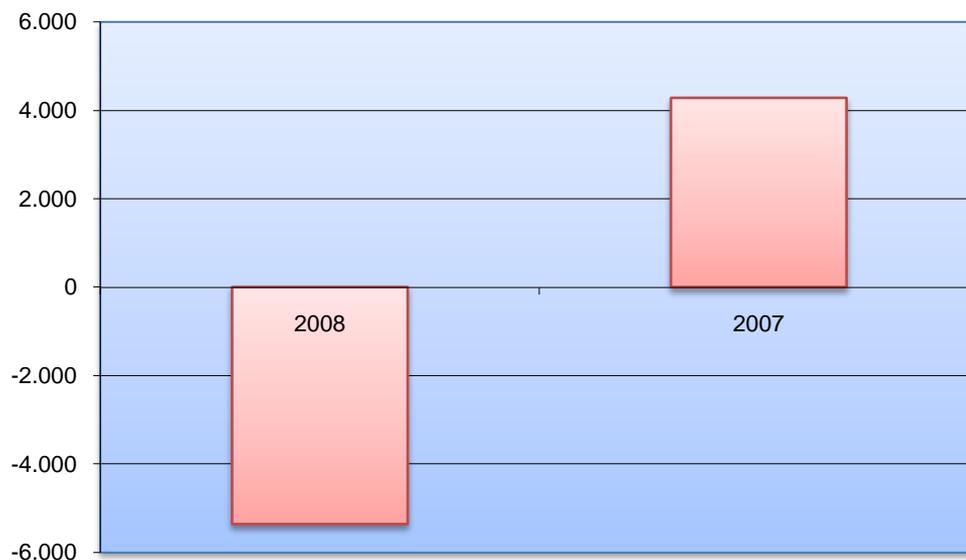
Otra compañía que se halló muy afectada tanto por las degradaciones de su deuda como de la deuda que aseguraba fue American International Group (AIG), que también se vio sometida durante el segundo trimestre a recortes de calificaciones por parte de las agencias de rating.

La actividad de AIG era muy similar a la de las *monoline*, si bien con un alcance más global. Y al igual que las *monoline*, se sumó a asegurar las titulaciones y los CDO emitidos durante el auge artificial del crédito de los años precedentes; en concreto, AIG había asegurado títulos por valor de 441.000 millones de dólares de los cuales 57.800 millones tenían como subyacente una hipoteca *subprime*, todo ello con un capital de apenas 100.000 millones de dólares.

Aunque AIG certificaba que muy pocos de los valores asegurados habían entrado en *default* (implicando un movimiento efectivo de caja), el valor de los CDS sí varía en el mercado de acuerdo con las turbulencias financieras. Dado que los CDS recogen derechos futuros de cobro sobre deuda asegurada que no entre en *default*, cuando las turbulencias se acrecientan, el valor del CDS se reduce y AIG tiene que provisionar pérdidas.

Asimismo, AIG también registró importantes pérdidas en su cartera de inversiones a corto plazo, compuesta en buena medida por CDO y productos relacionados con hipotecas *subprime*¹⁸.

Resultados segundo trimestre (millones de dólares)



Sin embargo, en los resultados de AIG había un cierto espejismo contable (que se manifestó durante el tercer trimestre de 2008) ya que, a diferencia de los bancos, no tenía que provisionar las pérdidas de valor de sus inversiones a largo plazo, lo que le permitía mantenerlos en su balance por su valor original hasta que fueran plenamente

¹⁸ MARY WILLIAMS WALSH. A.I.G. Posts a Large Loss as Housing Troubles Persis. The New York Times (6 agosto 2008)

amortizados (*hold-to-maturity*). Sin embargo, este supuesto no es del todo realista ya que en momentos de falta de liquidez AIG puede verse forzada a liquidar sus activos (o a pedir prestado contra ellos), por lo que obtendría un precio muy inferior al contabilizado.

De hecho, el modelo de negocio de AIG claramente incentivaba que, en algún momento, tuviera que liquidar sus activos a largo plazo para respaldar sus deudas a corto: la compañía aseguraba las malas inversiones nacidas de la expansión crediticia y del arbitraje de tipos de interés (como las hipotecas *subprime*) y lo hacía a un coste muy bajo, aprovechándose de los reducidos *defaults* característicos de todo período de auge artificial de la actividad económica. Estos bajos costes del aseguramiento le permitieron expandir enormemente su negocio y, en lugar de acumular en forma de provisiones por insolvencia las pólizas que le pagaban sus asegurados, se dedicó a invertirlos en el tipo de activos que venía asegurando. Dicho de otra manera, en caso de que los *defaults* sobre las hipotecas subprime se dispararan, AIG se vería forzada a desembolsar grandes cantidades de dinero y, al tiempo, vería caer el valor de sus activos (lo que dificultaría la obtención de la liquidez necesaria para atender sus deudas). Esto fue, precisamente, lo que ocurrió tres meses más tarde.

...ni por un damnificado sector bancario.

En cualquier caso, todo este cúmulo de circunstancias terminó por afectar al sector bancario: a) buena parte de sus activos siguieron entrando en impago, b) los CDS que habían adquirido para protegerse de esos impagos cayeron de valor en el mercado, y c) varios bancos (como Citigroup y UBS) eran compradores de última instancia de los bonos municipales que no podían venderse en las subastas públicas.

Todo ello aumentó el número de *write-downs* que tenían que practicar y, por tanto, sus pérdidas.

Como vemos, hasta el segundo trimestre de 2008, los bancos internacionales han tenido que provisionar reducciones del valor de sus activos por importe de 500.000 millones de dólares, al tiempo que sólo han logrado captar capital por 150.000 millones. Dicho de otra manera, el sector bancario se ha descapitalizado en 350.000 millones:

Banco	Writedown	Capital	Saldo
Citigroup	55,1	49,1	-6
Merrill Lynch	51,8	29,9	-21,9
UBS	44,2	28,3	-15,9
HSBC	27,4	3,9	-23,5
Wachovia	22,5	11	-11,5
Bank of America	21,2	20,7	-0,5
IKB Deutsche	15,3	12,6	-2,7
Royal Bank of Scotland	14,9	24,3	9,4
Washington Mutual	14,8	12,1	-2,7
Morgan Stanley	14,4	5,6	-8,8
JPMorgan Chase	14,3	7,9	-6,4
Deutsche Bank	10,8	3,2	-7,6

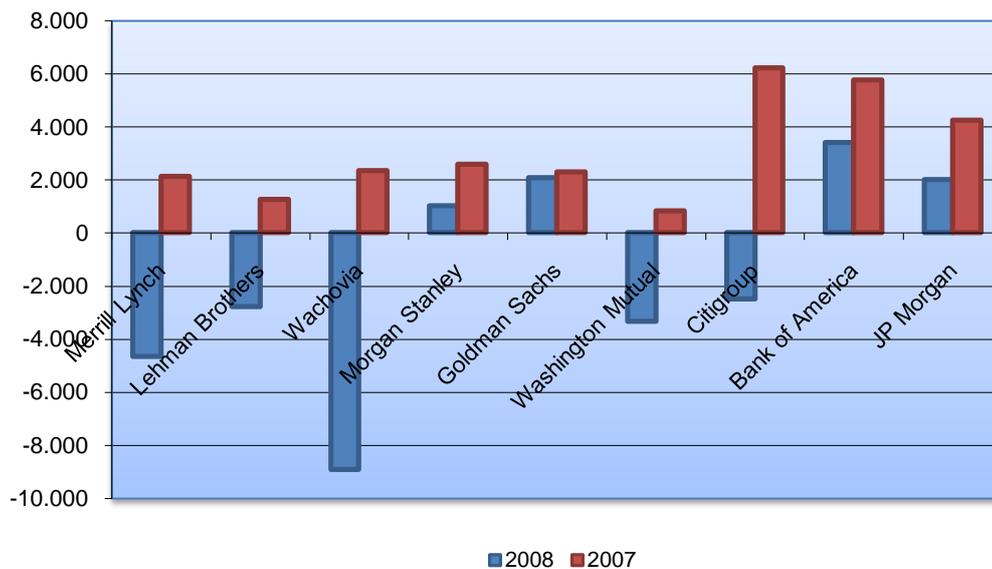
Credit Suisse	10,5	2,7	-7,8
Wells Fargo	10	4,1	-5,9
Barclays	9,1	18,6	9,5
Lehman Brothers	8,2	13,9	5,7
Credit Agricole	8	8,8	0,8
Fortis	7,4	7,2	-0,2
HBOS	7,1	7,6	0,5
Societe Generale	6,8	9,8	3
Bayerische Landesbank	6,4		-6,4
Canadian Imperial (CIBC)	6,3	2,8	-3,5
Mizuho Financial Group	5,9		-5,9
ING Groep	5,8	4,8	-1
National City	5,4	8,9	3,5
Lloyds TSB	5	4,9	-0,1
IndyMac	4,9		-4,9
WestLB	4,7	7,5	2,8
Dresdner	4,1		-4,1
BNP Paribas	4		-4
LB Baden-Wuerttemberg	3,8		-3,8
Goldman Sachs	3,8	0,6	-3,2
E*Trade	3,6	2,4	-1,2
Nomura Holdings	3,3	1,1	-2,2
Natixis	3,3	6,7	3,4
Bear Stearns	3,2		-3,2
HSH Nordbank	2,8	1,9	-0,9
Landesbank Sachsen	2,6		-2,6
UniCredit	2,6		-2,6
Commerzbank	2,4		-2,4
ABN Amro	2,3		-2,3
DZ Bank	2		-2
Bank of China	2		-2
Fifth Third	1,9	2,6	0,7
Rabobank	1,7		-1,7
Bank Hapoalim	1,7	2,4	0,7
Mitsubishi UFJ	1,6	1,5	-0,1
Royal Bank of Canada	1,5		-1,5
Marshall & Ilsley	1,4		-1,4
Alliance & Leicester	1,4		-1,4
U.S. Bancorp	1,3		-1,3
Dexia	1,2		-1,2
Caisse d'Epargne	1,2		-1,2
Keycorp	1,2	1,7	0,5

Sovereign Bancorp	1	1,9	0,9
Hypo Real Estate	1		-1
Gulf International	1	1	0
Sumitomo Mitsui	0,9	4,9	4
Sumitomo Trust	0,7	1	0,3
DBS Group	0,2	1,1	0,9
Otros bancos europeos	7,2	2,3	-4,9
Otros bancos asiáticos	4,6	7,8	3,2
Otros bancos estadounidenses	2,9	1,9	-1
Otros bancos canadienses	1,8		-1,8
TOTAL	501,1	352,9	-148,2

Tabla 2- Fuente Bloomberg

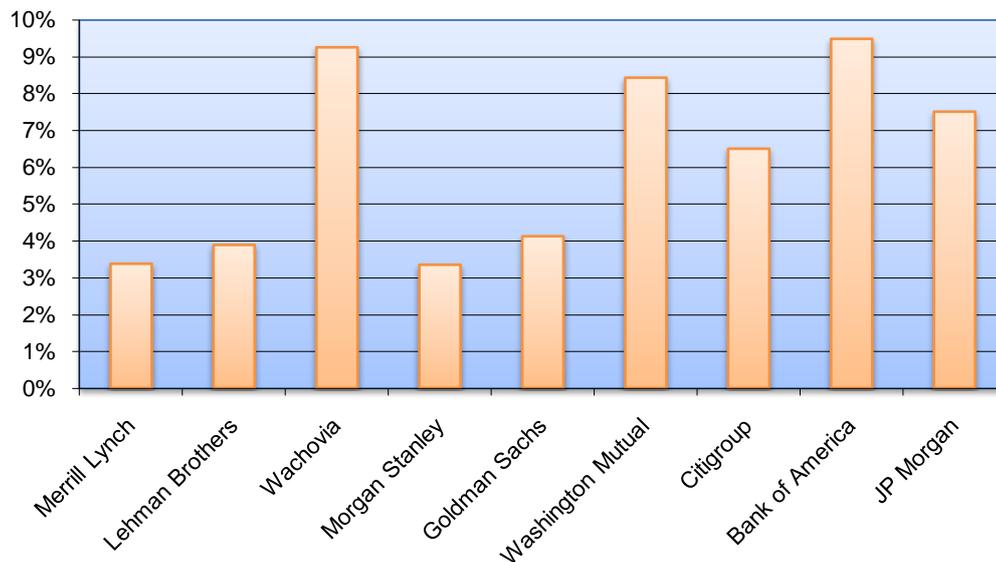
La mayor parte de estos *write-downs* estaban estrechamente vinculados con los productos donde se originó la burbuja en los últimos años, a saber, hipotecas y productos estructurados. Obviamente, los resultados del segundo trimestre de los bancos continuaron menguando:

Resultados segundo trimestre



Estas pérdidas son claramente preocupantes habida cuenta del bajo nivel de capitalización de los bancos, que en casi todos los casos se encuentra por debajo del 10% de los activos.

Capital/Activos



Este bajo ratio implica que una depreciación de los activos de esta magnitud ocasionaría la descapitalización del banco. En una coyuntura claramente deflacionista para los activos, la presión que soportan los bancos para resistir la quiebra por *writes-downs* es enorme.

Por este motivo, la polémica bastante actual sobre si estamos ante una crisis de liquidez o de solvencia es un poco vacua. La crisis actual es una crisis de liquidez y de solvencia, que están profundamente interconectadas.

Como hemos visto en la introducción, los bancos privados han estado endeudándose a corto plazo e invirtiendo a largo para arbitrar los tipos de interés de la curva de rendimientos. Esta estrategia es sostenible porque el banco central está permanentemente monetizando los activos bancarios, de modo que evita que la iliquidez (los fondos de maniobra estructuralmente negativos sobre los que descansa el balance de los bancos) se ejecute en forma de liquidaciones de activos que darían lugar, inevitablemente, a la insolvencia del banco (ya que el valor que se obtendría por los activos del sistema bancario liquidados en conjunto sería muy inferior al registrado en el balance).

Esta expansión crediticia del sistema bancario ha tendido a elevar el valor de los activos de la economía (en esta crisis, con particular incidencia en el sector inmobiliario), lo que ha permitido registrar unos beneficios extraordinarios y artificiales en bancos y empresas. La revalorización del activo por encima del pasivo ha arrojado unos mayores fondos propios, contra los cuales se ha podido consumir sin, en apariencia, riesgo de descapitalización.

Lo cierto es que, sin embargo, esos mayores fondos propios sólo se habrían plasmado en flujos de caja reales si la estructura de financiación de la economía fuera estable y, por tanto, todos los deudores del banco hubiesen pagado puntualmente sus deudas a largo plazo. Sin embargo, esta estructura de financiación y de inversión no era sostenible (ya que no estaba respaldada por ahorro real, lo que se traducía en un descalce de los plazos de vencimiento de créditos y deudas) por lo que los flujos de caja que justificarían el valor inflado de los activos nunca llegaron a recibirse y, por

consiguiente, el excesivo consumo de los años anteriores con cargo a unos fondos propios contablemente mayores ocultaba un auténtico consumo de capital.

Los bancos deberían haber incrementado mucho más sus reservas y haber dotado muchas más provisiones por insolvencia de lo que lo han hecho; y sus deudores deberían haber ahorrado un mayor porcentaje de renta del que atesoraron para hacer frente al eventual desempleo y a las subidas de tipos de interés: pero en ese caso, la expansión crediticia habría tenido un alcance mucho más limitado, ya que el crédito fiduciario que habrían generado los bancos se habría convertido automáticamente en ahorro¹⁹.

Por consiguiente, la liquidez artificial creada mediante transformación de plazos de los bancos encubrió un consumo masivo de capital en la economía (insolvencia) que, al ponerse de manifiesto con los primeros impagos, reversionó en un rápido recorte de la liquidez la cual, a su vez, agravó el problema de solvencia de las entidades bancarias ya que les impidió refinanciar su deuda a corto y, por tanto, las forzó a liquidar al descuento sus activos inflados.

Hay que analizar conjuntamente la baja capitalización de los bancos para hacer frente a la crisis de liquidez y de solvencia actual como un reflejo más de sus previas malas prácticas de transformación de plazos.

Lo mismo cabe decir de tres empresas relacionadas con el sector financiero, y que contribuyeron a inflar esta burbuja crediticia, y que presentaron malos resultados durante el segundo trimestre de 2008, como fueron Freddie Mac, Fannie Mae y AIG.

Freddie Mac y Fannie Mae son las dos agencias semipúblicas (dado que su deuda cuenta con un aval implícito del Gobierno que les permite pagar tipos de interés más reducidos a sus acreedores) cuya actividad consistía en adquirir hipotecas de los bancos, agruparlas en un *pool* y venderlas a los inversores en forma de titulizaciones. Su actividad, por tanto, pasaba por doble arbitraje de plazos y por un arbitraje de riesgos:

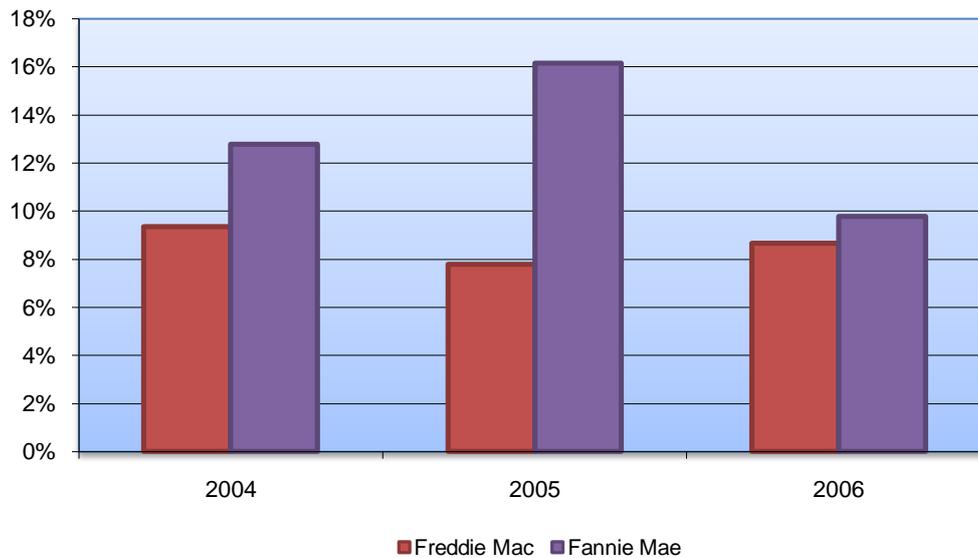
- Primer arbitraje de plazos: Freddie Mac y Fannie Mae adquirirían hipotecas que habían sido concedidas por los bancos comerciales gracias al arbitraje de plazos entre su deuda a corto (por ejemplo, depósitos a la vista) y sus inversiones a largo (por ejemplo, hipotecas).
- Segundo arbitraje de plazos: Las hipotecas de los bancos comerciales solían tener un vencimiento superior al de la deuda que emitía Freddie Mac y Fannie Mae, de modo que la emisión de deuda debía renovarse (*roll-over*) antes de que las hipotecas subyacentes estuvieran plenamente amortizadas.
- Arbitraje de riesgos: Dado que Freddie Mac y Fannie Mae contaban con la garantía implícita del Tesoro, podían permitirse pagar por su deuda tipos de interés muy inferiores a los que deberían haber pagado en su ausencia. Sin embargo, esto canaliza las malas inversiones hacia el negocio de Freddie Mac

¹⁹ Como explica el profesor Huerta de Soto: “*Salvo que a lo largo del proceso [de expansión crediticia], y con carácter independiente y voluntario, se produzca simultáneamente un incremento del ahorro voluntario de un importe al menos igual al crédito de nueva creación concedido de la nada por la banca, no será posible el mantenimiento y culminación de las nuevas etapas emprendidas más intensivas en capital, y se verificarán los típicos efectos de reversión que ya hemos estudiado con detalle, surgiendo con ellos la crisis y la recesión económica*”. *Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos*, pág. 326 (2006)

y Fannie Mae, ya que, en última instancia, significa que el Gobierno obligará a los contribuyentes a sufragar unas inversiones distintas a las que desean.

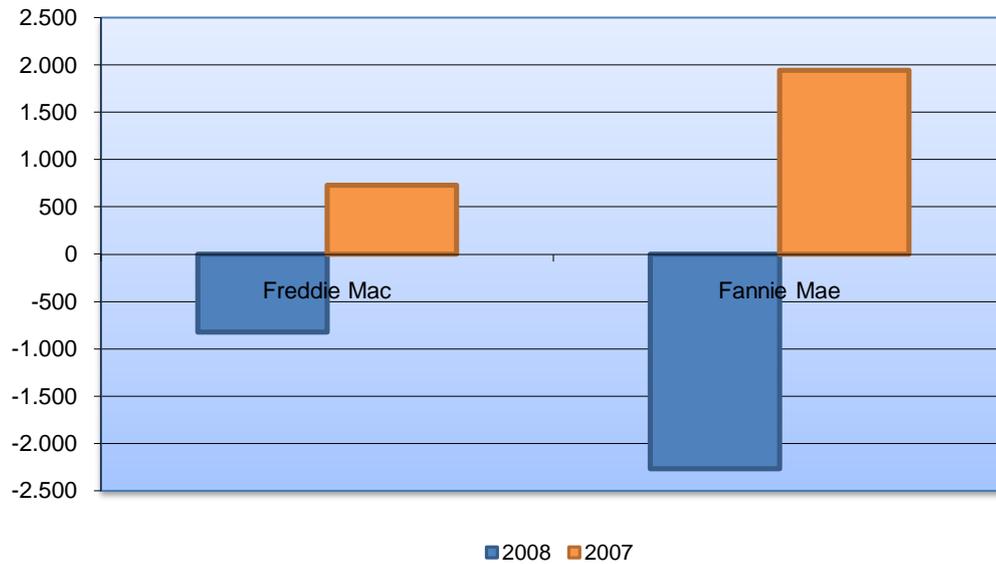
Con este triple arbitraje en los tipos de interés, contribuyeron a ampliar enormemente los fondos de los bancos comerciales para conceder hipotecas (ya que, en general, podían revendérselas a estas agencias, recuperando automáticamente el capital), hasta el punto de que la mitad de todas ellas pasaban por sus balances, y a su vez amasaron enormes beneficios durante la etapa del *boom*, como puede observarse en su rentabilidad sobre el capital:

Rentabilidad sobre el capital



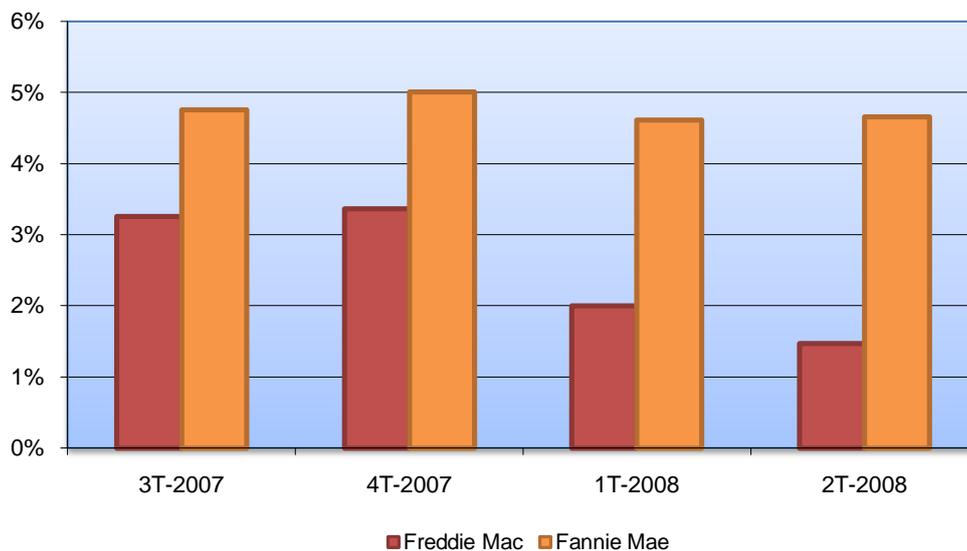
Pero, obviamente, estos beneficios son sólo fruto del triple arbitraje anterior que debe acabar revirtiéndose. Así, cuando las hipotecas comienzan a ser impagadas (por el primer arbitraje temporal y el arbitraje de riesgos), las agencias gubernamentales se ven incapaces de refinanciar su deuda en el mercado a un tipo de interés inferior al que perciben por las hipotecas (segundo arbitraje de plazos), de modo que sus pérdidas –tanto por *write-downs* como por caída de las rentas– comienzan a dispararse.

Resultados segundo trimestre (en millones de dólares)



Más preocupante que las pérdidas en sí mismas resulta la baja capitalización de estas empresas: al final del segundo trimestre Freddie Mac, sólo tenía 12.948 millones de dólares en fondos propios y Fannie Mae, 41.226. En ambos casos, aunque especialmente en el de Freddie Mac, la relación entre los fondos propios y el capital se encontraba a niveles mínimos, próximos a la quiebra:

Capital/activos por trimestre



En el caso particular de Freddie Mac, una depreciación del 1,5% a partir del segundo trimestre la habría abocado automáticamente a la quiebra. De hecho, si no fuera por los maquillajes contables de ambas compañías, ya habrían quebrado trimestres antes.

En concreto, Freddie Mac reconoce que tiene 34.327 millones de pérdidas en concepto de *available-for-sale securities*, esto es, títulos negociables que espera vender en el momento más propicio (es decir, cuando el mercado se recupere y presenten plusvalías o menores minusvalías). Sin embargo, no está claro por qué estos títulos deban revalorizarse y, mucho menos, por qué deban hacerlo en el corto plazo. Al fin y al cabo, en esa partida se incluirán activos de muy diferente calidad, algunos de los cuales podrían encontrarse parcialmente en *default*.

No en vano, 15.349 millones de euros de esas *available-for-sale securities* han estado en su cartera por más de un año, lo que indica que el “corto plazo” de su venta se está prolongando artificialmente para no registrarlas en la cuenta de pérdidas y ganancias.

En el caso de Fannie Mae, estos datos no eran tan exagerados, pero aun así erosionaban la mayor parte de la solvencia de la compañía: 11.161 millones de dólares, de los cuales 7.149 millones ya habían estado en esta categoría más de un año.

El otro maquillaje contable importante es la contabilización de los créditos fiscales como activos. Efectivamente, el crédito fiscal suele figurar en esta partida del balance ya que permite reducir el impuesto de sociedades que paga la empresa durante los años siguientes; por tanto, equivale a un flujo de caja futuro que puede contabilizarse como un derecho de cobro con valor actual.

Sin embargo, la condición necesaria para hacer efectivo ese derecho de cobro es que la empresa vuelva a presentar beneficios tributables en el futuro. En el caso de Freddie Mac y Fannie Mae no parece que vuelvan a presentar beneficios en mucho tiempo y, de hecho, un eventual rescate público de la quiebra obligaría a dar de baja esta partida del activo. Freddie Mac tenía un crédito fiscal de 18.399 millones de euros (lo que supera todo el capital de la compañía) y Fannie Mae, de 20.604 millones (la mitad del capital).

Así las cosas, parece más recomendable fijarse en el valor razonable de los activos netos que las propias compañías se atribuyen a sí mismas en sus informes trimestrales: -5.600 millones de euros en el caso de Freddie Mac y 12.400 millones en el de Fannie Mae.

4. Políticas públicas contra la crisis

Durante este trimestre, tanto los distintos Gobiernos como los bancos centrales se sintieron más desincentivados o maniatados para emprender políticas relevantes contra la crisis. Los elevados precios de las materias primas hicieron que los primeros destinaran toda la actividad fiscalizadora a la CFTC y que los segundos se sintieran con las manos atadas para seguir expandiendo el crédito y realimentar la burbuja de estos factores productivos.

Como suele ser habitual, dividiremos, a efectos de exposición, la actividad de unos y otros, aun cuando se encuentren con frecuencia entrelazadas.

Bancos Centrales

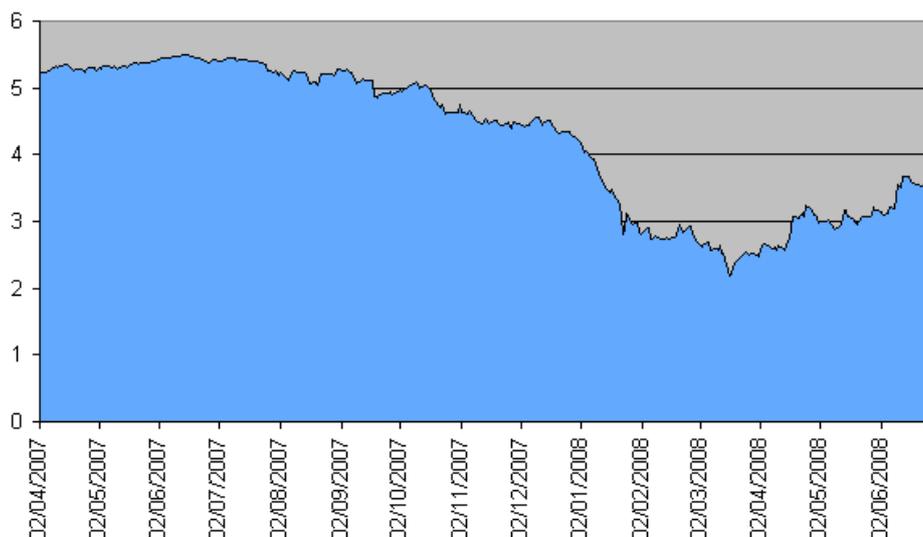
Durante este trimestre, la Fed ha tratado de gestionar todas las medidas extraordinarias de expansión crediticia que aprobó durante los anteriores tres meses con pocos cambios adicionales.

La Fed respondió volviendo a bajar los tipos...

En concreto, el 30 de abril la Fed redujo en 25 puntos básicos los tipos oficiales de intervención hasta dejarlos en el 2%. Asimismo, dos días más tarde, incrementó las subastas bimensuales de la TAF desde los 50.000 millones de euros hasta los 75.000. En estas subastas, además, pasaron a aceptarse todo tipo de titulaciones AAA como colateral, lo que incluyó préstamos para adquirir automóviles o tarjetas de crédito.

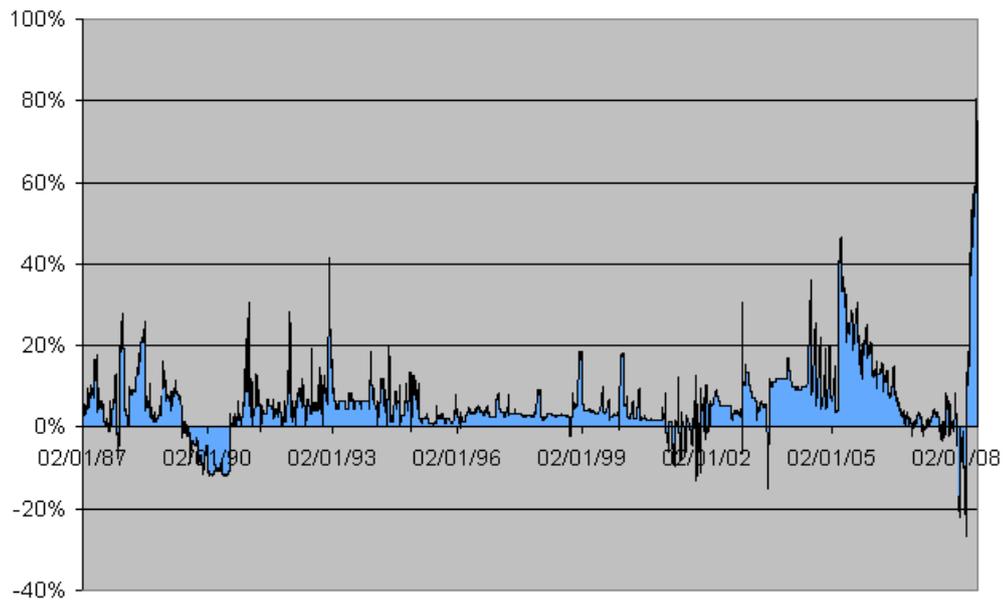
Sin embargo, no parece que la Fed esté logrando que el crédito vuelva a expandirse hacia la economía. El libor a 12 meses, por ejemplo, volvió a repuntar durante este trimestre pese a las dos medidas de la Fed.

Libor a 12 meses



De hecho, la diferencia relativa con el tipo oficial de intervención de la Reserva Federal alcanzó el máximo histórico, hasta superar el 80%, lo que da una muestra de la desconfianza que existía en los mercados interbancarios:

Spread relativo Libor 3 meses y tipo Fed

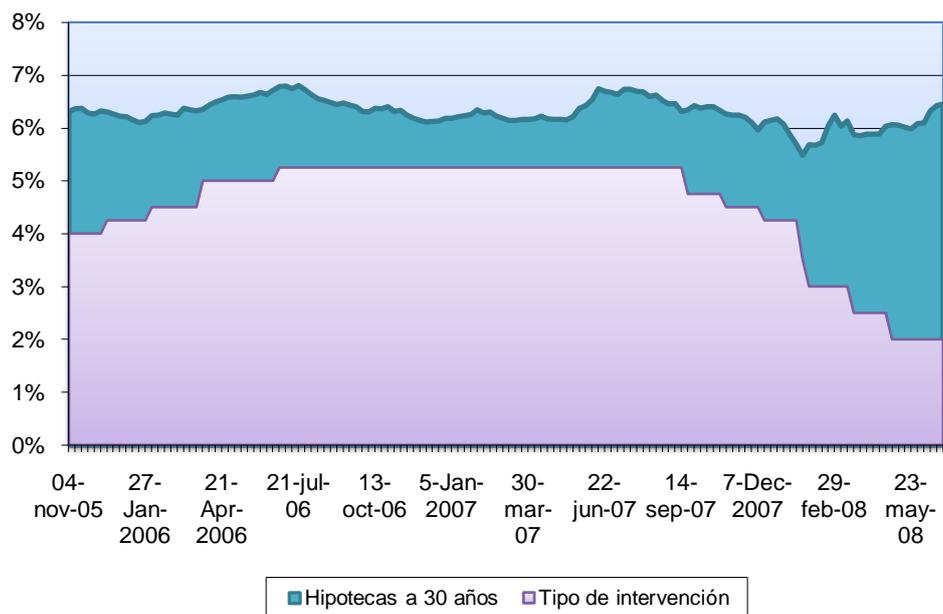


Y ello aun teniendo presente que durante este trimestre, los bancos fueron acusados de manipular el libor a la baja. En efecto, los datos diarios del libor los elabora la Asociación de Banqueros Británicos (BBA) recogiendo las declaraciones de 16 bancos sobre cuál es el tipo de interés al que se han prestado dinero en el interbancario.

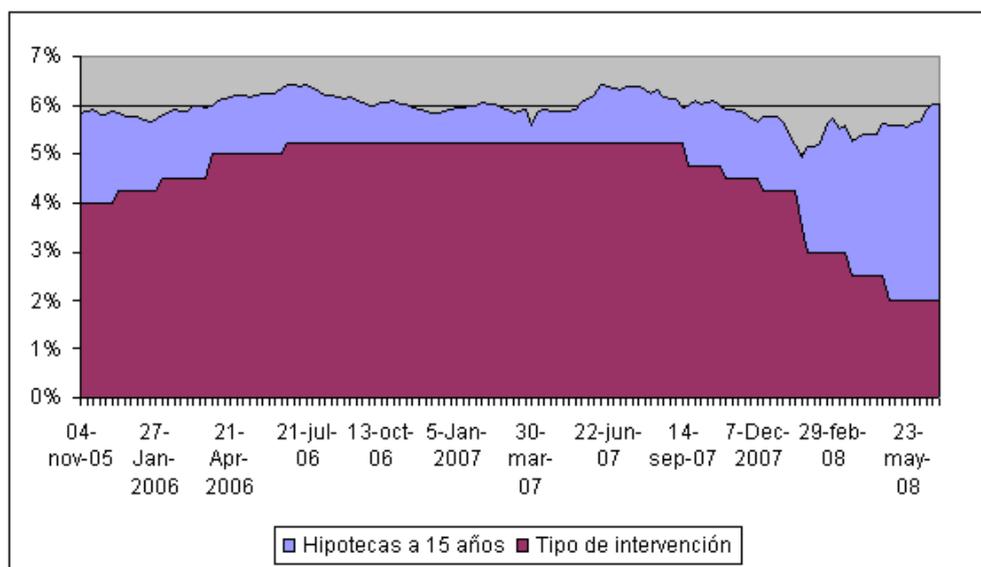
El Wall Street Journal acusó a los bancos de estar reconociendo un tipo marginal de préstamo inferior al auténtico (en torno a 30 puntos básicos menor) para, supuestamente, no disparar la preocupación sobre la magnitud de la crisis crediticia. Ciertamente, la BBA prometió un mes más tarde que modificaría los mecanismos para controlar la veracidad del índice²⁰.

Esta misma tendencia hacia la desconexión de los tipos oficiales de la Fed con los del resto de la economía también puede observarse entre el tipo Fed y los tipos de interés fijos de las hipotecas a 30 años:

²⁰ BEN LIVESEY AND GAVIN FINCH. *Libor Set for Overhaul as Credibility Is Doubtful*. Bloomberg.com (Mayo 2008)



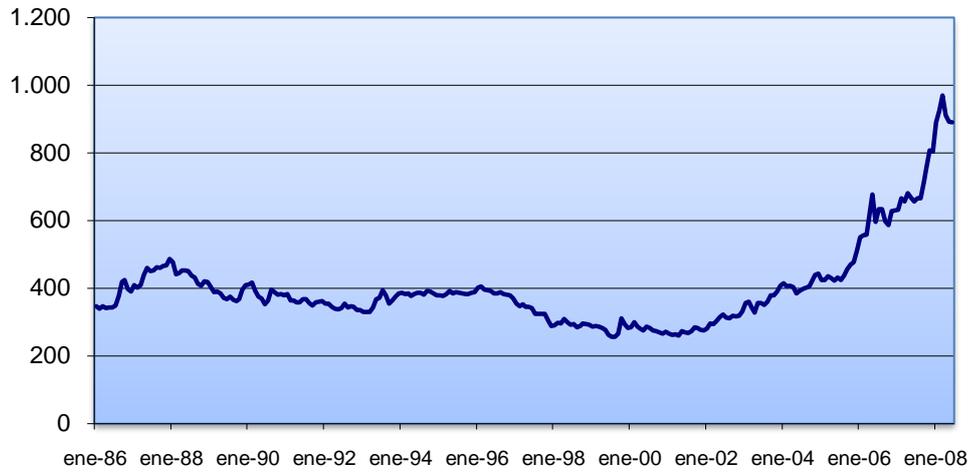
y a quince años:



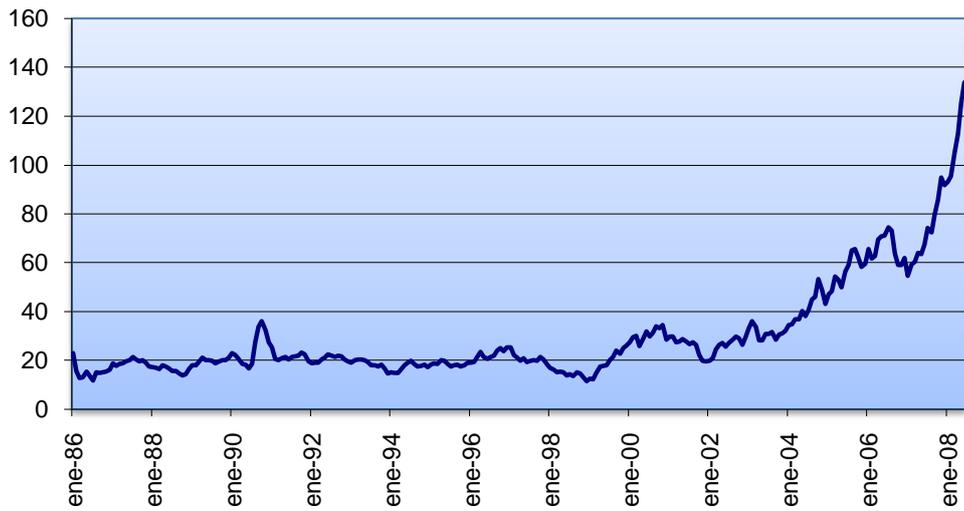
De hecho, reforzando la tendencia que venía apreciándose en los últimos trimestres, los flujos monetarios dejaron de sostener las inversiones menos líquidas a largo plazo y, tal y como predice la pirámide invertida de Exter²¹, afluyeron tanto a las materias primas (especialmente petróleo y oro) como a la deuda pública, cuyos precios se dispararon.

²¹ Para una explicación más detallada de la pirámide de Exter puede consultarse el apartado de *La crisis durante el cuarto trimestre* del boletín octubre-diciembre de 2007 del Observatorio de Coyuntura Económica del Instituto Juan de Mariana.

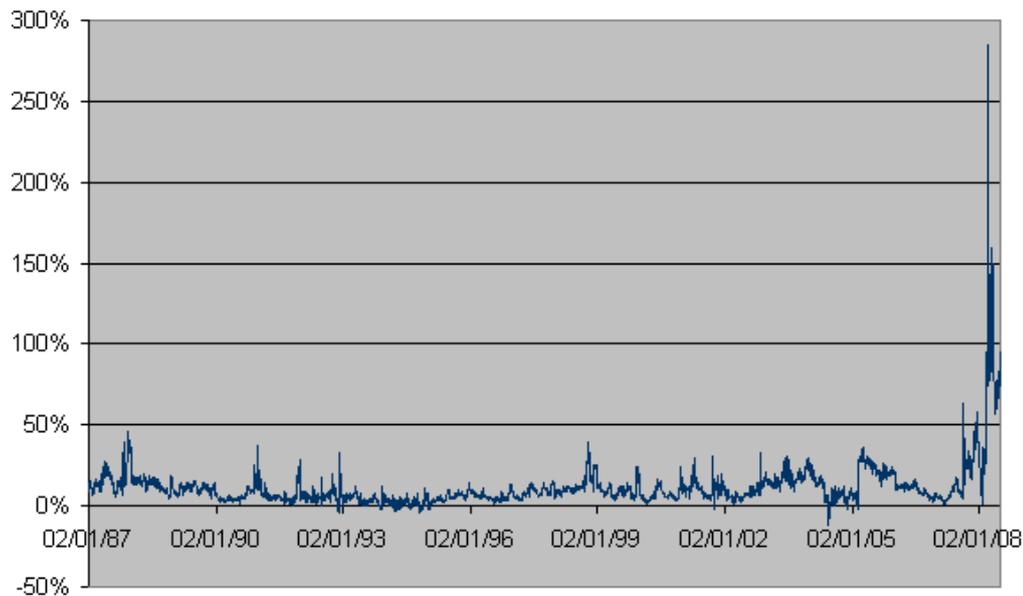
Dólares por onza de oro



Dólares por barril de petróleo



Rentabilidad relativa del libor a 3 meses sobre la deuda pública a 3 meses



Este último gráfico, también conocido como ratio TED, muestra que el libor a 3 meses está ofreciendo rentabilidades superiores a la deuda que, en ocasiones, alcanzan el 300%. Es decir, los bancos están rehuyendo el mercado interbancario para refugiarse en el de deuda pública: se desconfía de los pasivos bancarios pero no, todavía, de los pasivos estatales.

Algo similar, pero con importantes matices, puede decirse de las materias primas, si bien nos ocuparemos de ellas en el siguiente epígrafe.

...y trató de justificar su desastrosa labor.

El fracaso y la relativa pasividad de la Fed a la hora de volver a expandir el crédito no significa, con todo, que los burócratas de este banco central no desarrollaran ningún tipo de actividad. Tanto el presidente Ben Bernanke como uno de sus miembros más destacados, Frederic Mishkin, ofrecieron sendas conferencias donde trataron de exculpar al banco central de su responsabilidad en las actuales turbulencias financieras y aportaron una explicación alternativa tanto a la creación de la burbuja como a la negligente respuesta de la Fed.

Bernanke, en primer lugar, atribuyó la expansión crediticia y la consecuente burbuja de activos a la “sobreabundancia de ahorro”. En su opinión, el aumento de rentas en el tercer mundo, particularmente Asia, provocó un incremento internacional de los ahorros²² que consideraron a EEUU como el mejor destino de inversión. Todo ese

²² BEN S. BERNANKE. *El incremento sustancial en la oferta de ahorro en los mercados emergentes contribuyó tanto al boom inmobiliario en EEUU y el resto del boom crediticio. Las fuentes de este ahorro eran las permanentemente crecientes tasas de ahorro asiáticas y la reducción de la inversión en esas regiones; el incremento de las reservas de divisas en esos mercados; y el enorme aumento de los ingresos por exportaciones de petróleo y materias primas en esos países. La presión de ese aumento de*

ahorro extranjero sirvió durante años para financiar los enormes déficits corrientes del país, y suponía una gran oportunidad para incrementar la productividad de su estructura productiva. Sin embargo, fue mal invertida con prácticas de alto riesgo²³, esto es, se generó una burbuja inmobiliaria que terminó pinchando cuando esas malas inversiones se revelaron.

La explicación de Bernanke permite exculpar a la Reserva Federal en que: a) los bajos tipos de interés entre 2003 y 2005 fueron consecuencia del aumento del ahorro extranjero y no de la expansión crediticia de la propia Fed, y b) el pinchazo de los mercados financieros fue consecuencia de que los agentes privados no supieron invertir correctamente ese enorme volumen de ahorro (por la avaricia descontrolada que los llevó a asumir enormes riesgos), y no del necesario ajuste que debía producirse por la expansión crediticia artificial previa de la Fed.

Por el bien de la ciencia económica y del desarrollo económico futuro, convendría que este tipo de explicaciones no proliferaran y no se convirtieran en canónicas, simplemente porque invierte absolutamente los hechos y las causalidades.

La teoría austriaca del ciclo económico pone de manifiesto que los ciclos regulares de expansión y contracción suceden porque el volumen de inversión supera al de ahorros reales. Esto sólo es posible porque el sistema bancario, asistido por la Fed, utiliza los saldos de caja (depósitos a la vista y resto de pasivos a corto plazo) para financiar las inversiones. Durante un tiempo, este uso fraudulento de los fondos permite aumentar simultáneamente el consumo y la inversión, a costa del consumo de capital de todos los agentes de la sociedad, pero cuando el proceso se vuelve insostenible (precisamente por la acumulación de malas inversiones a que dieron lugar unos tipos de interés artificialmente bajos), la situación se revierte: los activos caen de valor, el crédito se contrae, la inversión se paraliza y el consumo se reduce²⁴.

Bernanke trastoca los hechos porque afirma que el volumen de ahorros aumentó tanto que la rentabilidad cayó y la codicia de los ahorradores les llevó a asumir mayores riesgos para aspirar a rentabilidades mayores. También trastoca la causalidad porque asume que la Fed sólo rebajó los tipos de interés en respuesta a las condiciones de mercado.

los ahorros llevó a una caída de los tipos de interés a largo plazo, estimuló el precio de los activos (lo que incluye los precios de la vivienda) y forzó a que los saldos exteriores de los países industrializados (especialmente EEUU) incurrieran en déficit. Board of Governors of The Federal Reserve System. (Junio 2008)

²³ *Este gran volumen de ahorros y bajos tipos de interés globales suponía una oportunidad valiosa para los países receptores, siempre que los invirtieran de manera inteligente. Por desgracia, esto no ocurrió en la mayoría de los casos, debido a un aumento de la propensión a riesgo, que estimuló innovaciones financieras y prácticas crediticias imprudentes e incluso cuestionables. Ibidem.*

²⁴ *JESÚS HUERTA DE SOTO. La actividad bancaria con reserva fraccionaria permite la concesión masiva de créditos sin respaldo de aumento previo del ahorro (expansión crediticia) y da lugar, como ya hemos visto, en un primer momento, a un ensanchamiento y alargamiento artificial de la estructura productiva. Sin embargo, tarde o temprano, y por las razones macroeconómicas que con detalle hemos analizado en el epígrafe anterior, se ponen ineludiblemente en funcionamiento unos procesos sociales que tienden a revertir los errores empresariales cometidos, volviéndose a una estructura productiva (...) donde no sólo desaparecen por completo las nuevas etapas con las que se había intentado alargar la estructura productiva, sino que también se liquidan los «ensanchamientos» de las etapas segunda a quinta, produciéndose un empobrecimiento general de la sociedad. Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos, pág. 308.*

Pero, como hemos señalado reiteradamente, el problema de la economía mundial durante los últimos años fue que el sistema bancario redujo artificialmente los tipos de interés, esto es, se endeudaron a corto plazo e invirtieron a largo; situación de iliquidez que sólo fue posible mantener gracias a la continua monetización de activos que practicaba la Fed.

De hecho, la sobreabundancia de ahorros internacionales no fue, en su mayor medida, más que una expansión de los fondos prestables merced a esta transformación de plazos. La Fed (y el resto de bancos centrales occidentales) bajaba los tipos de interés, lo que permitía expandir el consumo de los estadounidenses sin que la reducción de ahorro presionara al alza los tipos de interés; buena parte de esa alza del consumo procedió de las importaciones de los países emergentes, que vieron incrementar sus rentas, no con cargo a riqueza real creada por los estadounidenses, sino con cargo a un saldo acreedor nominado en dólares en los bancos, que estaba respaldado por los activos inflados por los bajos tipos de interés; y esos saldos acreedores en dólares eran a su vez utilizados como respaldo para la emisión de nueva moneda por parte de los bancos centrales de los países emergentes (paradigmáticamente en China), quienes, en lugar de atesorar los dólares los utilizaban para recomprar deuda pública y privada de EEUU, reduciendo aún más los tipos de interés.

Este es, en realidad, el mecanismo que existía detrás de la “superabundancia de ahorros” que aducía Bernanke. Y es que si, en verdad, los ahorros hubiesen aumentado tanto como para permitir los bajísimos tipos de interés de los años precedentes, no habríamos vivido un período de malas inversiones generalizadas como el que se evidencia en la actualidad.

En retrospectiva, parece que todo el mundo asume que las inversiones que se realizaron durante esos años eran de mala calidad y muy arriesgada. En realidad, esta afirmación debe ser matizada: eran inversiones de mala calidad porque respondían a las necesidades de una sociedad mucho más rica y con una acumulación de capital mucho mayor que la real. El crecimiento en el *stock* de viviendas y el consumo desbocado podrían haber sido inversiones adecuadas si, previamente, se contara con los bienes complementarios de capital necesarios como para mantener este tipo de sociedad.

Dicho de otra manera, las inversiones eran malas precisamente porque no estaban respaldadas por ahorro real que permitiera mantenerlas de manera sostenida: el desempleo, las subidas de determinados precios y el estrechamiento de los márgenes de beneficio que convirtieron a ciertos créditos en malos créditos (y, por tanto, arriesgados en retrospectiva) eran una consecuencia de la insuficiencia de ahorro para sostener ese tipo de estructura productiva.

Es más, con semejante ahorro real no se habría producido ningún tipo de caída generalizada de la rentabilidad, tal y como sugiere Bernanke para explicar por qué en retrospectiva los inversores depositaron su capital en proyectos arriesgados. Esta idea procede claramente de la hipótesis keynesiana de que conforme el capital se incrementa, su eficiencia marginal tiende a reducirse (un trasunto, a su vez, de la teoría marxista de la tasa decreciente de ganancia).

Pero este presupuesto es erróneo porque considera que los bienes de capital son sustitutivos entre sí, es decir, que los nuevos bienes de capital tienen una productividad marginal inferior a los anteriores. Sin embargo, como explica el economista austriaco Ludwig Lachmann, los bienes de capital no son sólo sustitutivos entre sí sino, en su mayor medida, complementarios:

Para Adam Smith, la división del trabajo era la fuente más importante del trabajo. Lo mismo puede decirse del capital. Conforme el capital se acumula, tiene lugar una “división del capital”, donde los bienes de capital individuales se especializan y, por tanto, resisten la ley de los rendimientos decrecientes. Cuando el capital se vuelve más abundante, el nuevo capital no consiste en multiplicar los bienes que ya existen, sino en cambiar las composiciones del capital. Algunos bienes de capital no se incrementarán en absoluto mientras que otros nuevos pueden crearse; la estructura de capital se modificará hacia mayores niveles de complejidad²⁵.

La clave de por qué el nuevo capital tenderá a mantener su rentabilidad o incluso incrementarla con respecto al antiguo capital se encuentra en que muchos bienes de capital tienen un carácter indivisible y, por tanto, sólo pueden instalarse cuando se dispone de un número mínimo de bienes complementarios de capital. Por ejemplo, no tiene sentido fabricar una central nuclear para abastecer a una sola empresa, pero puede tenerlo para generar energía para varios polígonos industriales:

Complementariedad más indivisibilidad son las claves del asunto. No es rentable instalar bienes de capital indivisibles a menos que se cuente con bienes complementarios de capital suficientes que lo justifiquen. Hasta que no se transporten una cantidad mínima de mercancías, no compensa construir una nueva línea de ferrocarriles (...) A la vista de estas conclusiones es erróneo decir, por ejemplo, que una inversión continua reducirá la eficiencia marginal del capital, lo que realmente hará será inutilizar aquellos bienes de capital para los que sea sustitutivo e incrementar las rentas del trabajo y del capital de aquellos bienes para los que sea complementario²⁶.

Vemos, por tanto, que todo el curso de acontecimientos que describe Bernanke se produjo precisamente al revés: la Fed promovió una expansión artificial de la inversión por encima de los ahorros disponibles, lo que durante un tiempo permitió incrementar de manera artificial tanto el consumo como la inversión, pero sólo a costa de distorsionar y desajustar la estructura de capital. En realidad, pues, las malas inversiones fueron fruto de la insuficiencia de ahorro y no de una supuesta tendencia secular al agotamiento de las fuentes de rentabilidad.

Por su parte, Frederic Mishkin prosigue la línea marcada por Bernanke al eximir a la Fed de responsabilidad en lo sucedido durante los últimos años, pero dando un paso más allá: no sólo no creó la burbuja inmobiliaria sino que su actuación frente a ella fue la correcta.

El economista de Columbia considera que las burbujas especulativas surgen por un cambio en las expectativas de los agentes económicos o por cambios estructurales del mercado financiero (donde entraría la hipótesis de la “sobreabundancia de ahorros” propuesta por su colega Bernanke)²⁷, y cree que difícilmente pueden ser combatidas por un banco central cuyo objetivo dual pasa por estabilizar la inflación y la actividad

²⁵ LUDWIG LACHMANN. *Capital and its Structure*. (pág. 79)

²⁶ *Ibíd.*, (pág. 80)

²⁷ FREDERIC S. MISHKIN. *Los booms crediticios se desatan ya sea por expectativas exuberantes o por cambios estructurales en los mercados financieros, incrementando la demanda de determinados activos y con ellos sus precios*. Boards of Governors of Reserve Federal System (Mayo 2008)

económica. En todo caso, la política de la Fed debe ser acomodaticia, nunca preventiva: si la burbuja estalla, debe actuar rápidamente para amortiguar los efectos negativos de la reducción de los patrimonios y de las subidas de tipos de interés, pero nunca preventiva (no debe pinchar la burbuja).

Mishkin rechaza las políticas preventivas del banco por tres motivos: las burbujas son difíciles de identificar por lo que el banco central puede interferir por error sobre el crecimiento económico o la asignación de recursos; las subidas de tipos no tienen por qué resultar un mecanismo eficaz para frenar las burbujas; y finalmente, aun cuando tuviera influencia sobre éstas, podrían perjudicar a otros activos no inflados.

Los argumentos de Mishkin son falaces por múltiples motivos, pero esencialmente no distingue entre las burbujas especulativas que pueden crearse sobre un activo concreto por simples esquemas de compra piramidal y las burbujas especulativas que se generan sobre el sistema económico como consecuencia de un proceso de expansión crediticia de bancos y empresas.

Las primeras pueden ocurrir siempre, ya que nada impide que sean financiadas con el ahorro de los inversores; consiste simplemente en utilizar el propio capital para pujar al alza por un activo, con la simple esperanza de que otro inversor acometa más adelante la misma operación. Por su propia naturaleza, estas burbujas no pueden durar indefinidamente y terminan con una redistribución de la renta donde hay ganadores y perdedores: unos inversores ven consumido definitivamente su capital, porque ha pasado a engrosar las ganancias patrimoniales de otros inversores, que vendieron el activo antes de que la burbuja pinchara.

Las segundas, sin embargo, consisten en que el sistema económico acomete estrategias de financiación insostenibles (endeudarse a corto e invertir a largo) que permiten rebajar temporalmente el tipo de interés (a costa de un consumo encubierto de capital) y pueden instrumentarse o no hacerlo a través de burbujas de tipo piramidal. Dicho de otra manera, la expansión crediticia puede amplificar los efectos destructivos de las burbujas de activos con esquema Ponzi (financiando la venta piramidal no con cargo a ahorro, sino con los saldos de caja) o pueden, simplemente, dirigir los recursos hacia inversiones erróneas, pero aparentemente rentables, de acuerdo con el contexto de bajos tipos de interés e incremento artificial de las rentas de los factores productivos.

Este segundo tipo de burbujas puede prolongarse durante mucho tiempo (ya que sus efectos destructivos quedan enmascarados bajo el consumo de capital y, cuanto más rica sea una sociedad, más capital acumulado posee) y sus efectos finales no tienen por qué acarrear necesariamente una redistribución de la renta, sino que todos pueden sufrir pérdidas netas (y en caso de que alguien obtenga beneficios, la destrucción de riqueza del resto de agentes superará sus ganancias), debido a la generalización de malas inversiones, al consumo de capital y a la destrucción multiplicada de riqueza a que da lugar el proceso de desapalancamiento, tal y como hemos estudiado en la introducción de este boletín.

Para las burbujas de activos de tipo piramidal sí son aplicables las tres críticas que efectúa Mishkin: ni son fáciles de identificar (en ocasiones, las valoraciones aparentemente alocadas de activos terminan siendo plenamente realistas de acuerdo con sus fundamentales), ni los bancos centrales cuentan con instrumentos para frenarlas (ya que en principio pueden y deben financiarse con ahorro genuino sobre cuyos movimientos concretos los bancos centrales ejercen escasa influencia) ni la

actuación del banco central sería neutra sobre otros activos (por ejemplo, los de tipo empresarial).

Sin embargo, ninguna de las tres críticas se aplica a las burbujas generadas por la expansión crediticia que, precisamente, promueve (o sostiene) el propio banco central: son fáciles de identificar en la medida en que necesariamente estarán generando malas inversiones en alguna parte de la economía (dado que se está invirtiendo sin contar con el respaldo de ahorro necesario); los bancos centrales sí cuentan con los instrumentos adecuados para ponerles coto (ya sea en forma de regulación que impida el descalce bancario de plazos, ya sea no siguiendo políticas monetarias expansivas); y aunque es cierto que la política monetaria no puede ser resultar neutra sobre el resto de activos, tampoco debe serlo, ya que las malas inversiones conciernen al conjunto del aparato productivo (en la medida en que se desajusta la estructura productiva y las proporciones que guardan los distintos proyectos entre sí). De hecho, en la medida en que este tipo de burbujas se genera por la peculiar estructura del sistema financiero, donde la iliquidez de sus agentes es compensada por un prestamista de última instancia que monetiza los activos ilíquidos (el banco central), no sólo cuenta con los instrumentos, sino que tiene la obligación de evitar que se produzcan y se reproduzcan este tipo de burbujas crediticias.

Por consiguiente, el discurso Bernanke-Mishkin, por el cual se exonera a la Fed tanto de la responsabilidad de la generación de la burbuja como de dejar que siguiera su curso, carece de base. La Fed, y el sistema financiero que crece a su alrededor, es la responsable directa del *boom* artificial que vivió la economía hasta mediados de 2006 y del posterior período de ajuste-recesión.

Quizá el mejor homenaje que pueda rendirse a esta interpretación fue el del propio Mishkin, quien trece días después de ofrecer este discurso, renunció a su puesto en la Fed alegando escuetamente que deseaba “regresar a sus clases” en Columbia²⁸. Un escenario donde, a diferencia de al frente de un banco central, la falta de realismo y veracidad de las teorías carece de consecuencias prácticas inmediatas.

El Banco de Inglaterra comenzó a trocar deuda pública por hipotecas...

Por otro lado, el Banco de Inglaterra tomó dos decisiones durante este trimestre. La primera, adoptada el 10 de abril, rebajaba en 25 puntos básicos los tipos de interés hasta dejarlos en el 5%. La segunda, aprobada seis días después, es una copia de la TSLF (Term Security Lending Facility) de la Fed²⁹ y consiste en que el banco central intercambiará la deuda hipotecaria invendible de los bancos ingleses por su deuda pública de hasta un año de duración. El importe total de estos intercambios será de 100.000 millones de dólares y durará tres años.

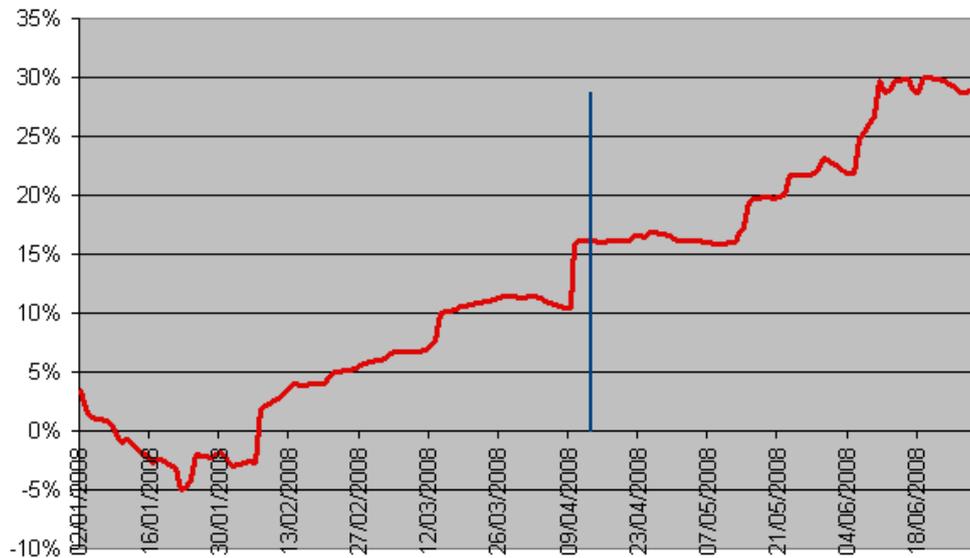
Su finalidad fue reducir el *spread* que existía entre el libor a 12 meses y el tipo oficial de intervención en EEUU. Ya vimos que en EEUU se había disparado durante este segundo trimestre debido a la desconfianza que mantenían los bancos entre sí, fundamentada en sus malos activos. En Inglaterra ocurrió algo similar, ya que poco

²⁸ FREDERIC S. MISHKIN. *Letter to George W. Bush*. Boards of Governors of Federal Reserve System (mayo 2008)

²⁹ Para una explicación más detallada de TSLF y sus consecuencias puede consultarse el apartado de “*Políticas públicas contra la crisis*” del boletín enero-marzo de 2008 del Observatorio de Coyuntura Económica del Instituto Juan de Mariana.

antes de adoptar esta medida el *spread* se incrementó hasta un máximo anual del 15%; sin embargo, no parece que el plan surtiera mucho efecto, ya que dos meses después de aprobar los *swaps* de hipotecas por deuda pública, el *spread* se duplicó hasta el 30%.

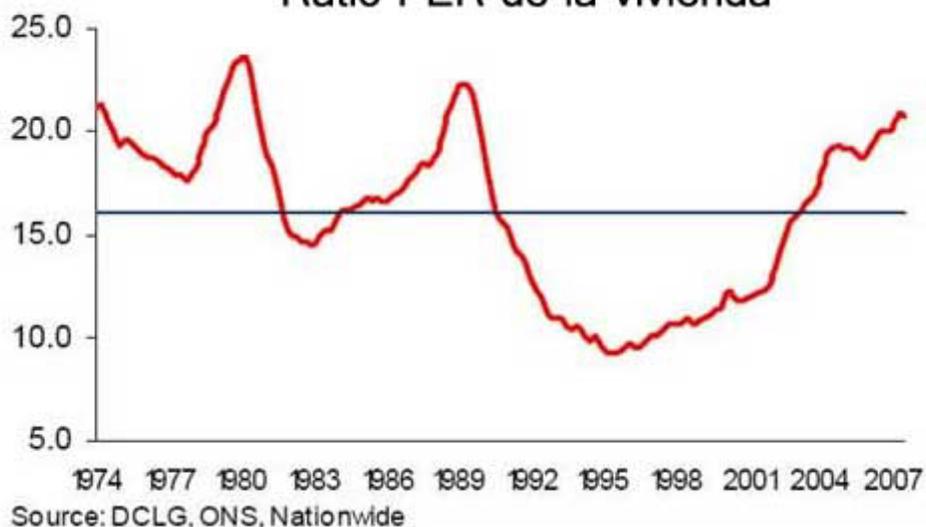
Spread libor a 12 meses y tipo oficial en Reino Unido



La medida sólo debilita la capacidad del Banco de Inglaterra para defender el valor de la libra, ya que empeora la calidad de sus activos. Reino Unido importa, de esta forma, la tan nefasta política inflacionista que, mediante la gestión de activos del banco central, tan malos resultados le ha reportado a la Reserva Federal.

De todas formas, difícilmente la medida pudo tener éxito alguno para reducir el libor a 12 meses, y con él volver a expandir la concesión de hipotecas, cuando el PER de la vivienda todavía se situaba en torno a 20, esto es, alrededor de su máximo histórico.

Ratio PER de la vivienda



Es cierto que, de acuerdo con Halifax, los precios ya han caído un 10% desde su máximo en agosto de 2007; sin embargo, los alquileres también han experimentado un ligero retroceso, lo que mantiene prácticamente inalterado el PER. Mientras no se produzca un ajuste significativo en los precios relativos de la vivienda con respecto al resto de los bienes de capital, toda política monetaria orientada a reanimar el mercado hipotecario será en vano.

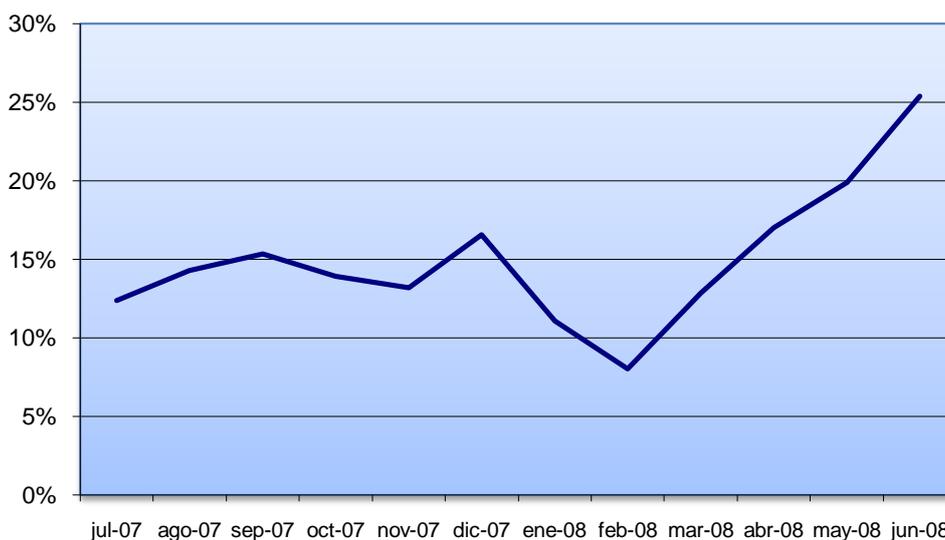
De hecho, parece que la política monetaria está orientada, precisamente, a impedir que ese ajuste se produzca, esto es, a sostener la burbuja reanimando como sea el ciclo de endeudamiento. Pero aun en el caso extremo de que esta pretensión resultara exitosa, sus efectos serían en última instancia nocivos, ya que sólo retrasarían un pinchazo que, en ese momento, tendría mayores proporciones.

...y el BCE a quejarse del deterioro de su balance.

Por último, el Banco Central Europeo mantuvo su política monetaria durante este trimestre, sin ceder a las presiones que le exigían una rebaja de tipos con no se sabe muy bien qué objetivo. Ya hemos comentado que la crisis actual se produce por una insolvencia de los bancos que da lugar a una restricción de la liquidez: resulta un error creer que una refinanciación más barata en el banco central permitirá a los bancos privados recapitalizarse. Lo que los bancos necesitan para sobrevivir no es deuda más barata, sino capital nuevo para dotar las pertinentes provisiones por insolvencias y por pérdida de valor de sus activos.

Quizá la prueba más palmaria del proceso de “zombificación” bancaria que las autoridades quieren ocultar es, precisamente, ese recelo de los bancos para prestarse dinero entre sí, que en definitiva se plasma en las primas que exigen en el interbancario con respecto a los tipos oficiales de intervención:

Spread euribor a 12 meses y tipo oficial



Pero que también se manifiestan en la creciente dependencia que tienen los bancos de endeudarse en el banco central, frente a su tradicional recurso al interbancario. Así, Yves Mersch, miembro del Banco Central Europeo, expresó a mediados de mayo su

preocupación por el mal colateral que estaban aportando los bancos para pedir prestado a la autoridad monetaria, especialmente cuando se trata de bancos españoles y holandeses.

De hecho, en un fenómeno muy similar al de EEUU, analizado en anteriores boletines, muchos bancos ya comenzaron a crear CLO (*collateral loan obligations*) con la única finalidad de descontarlos en el BCE. En concreto, durante la semana que Mersch expresó su desconfianza en el colateral, las sucursales europeas del banco islandés Glitnir y del banco estadounidense Lehman Brothers crearon dos CLO de 1.370 millones de euros y de 1.100 millones, respectivamente, simplemente para endeudarse en el BCE. Dos bancos que ciertamente no mostrarían en el futuro una gran solvencia y calidad de sus activos.

Las preocupaciones de Mersch, sin embargo, no se plasmaron en medidas concretas durante este trimestre, como podían ser una reducción del tipo de colateral aceptado al descuento o un incremento de los *haircuts* (recortes de valoración) que el BCE aplica a los activos. De hecho, el mayor problema de Mersch es no haberse dado cuenta de que el descuento permanente de activos genera y realimenta las burbujas en el sistema financiero. En lugar de preocuparse cuando su política expansiva de descuento (en 2004 y 2005) estaba sembrando las semillas del envilecimiento de los colaterales que, en el futuro, iban a traerle al descuento, la autoridad europea se limitó a quejarse en la etapa final de este esquema autodestructivo. Aun así, supone un avance significativo con respecto a la política de ventanillas abiertas implantada por Bernanke que, como ya analizaremos en el próximo boletín, abocó a la Reserva Federal a la quiebra.

Gobiernos

Durante este trimestre, los Gobiernos han estado preocupados por un asunto que trascendía de sus competencias: el precio internacional de las materias primas. El lado más visible de la crisis financiera estaba adormecido, de modo que no sintieron la presión de sacar adelante demasiadas iniciativas.

En EEUU, la investigación de la posible influencia de la especulación en el alza de las materias primas fue encomendada a la CFTC. Los únicos planes relevantes que se propusieron durante este trimestre fueron, por un lado, la *Foreclosure Prevention Act*, por la que se permitía compensar a los constructores el impuesto de sociedades pagadero entre 2004 y 2007 (años con beneficios) con las pérdidas de 2008 y 2009 y, por otro, que Freddie Mac y Fannie Mae trataran de reanimar el mercado hipotecario.

La primera equivale a una rebaja fiscal, ya que hasta el momento los constructores sólo podían compensar dos años de beneficios con dos años de pérdidas. Si bien aliviará su situación, la medida sólo tendría efectos económicos provechosos en caso de que el Gobierno no estuviera incurriendo en déficit. Pero dado que el Tesoro emite deuda para gastar mucho más de lo que ingresa, esta medida sólo reducirá aún más el ahorro con el que pueden financiarse las inversiones alternativas necesarias para salir de la crisis.

La segunda medida simplemente refuerza una estrategia muy arraigada en el mercado financiero estadounidense durante el último lustro: la utilización política de Freddie Mac y Fannie Mae para expandir la “ownership society” (sociedad de propietarios) vía reducción de los tipos de interés, para que los deudores con peor historial crediticio y con una situación económica más precaria puedan acceder a una hipoteca.

Pese a que ambas compañías estaban al borde de la quiebra, como hemos visto en el epígrafe anterior, los burócratas estadounidenses no dudaron en pedir que trataran de expandir aún más el crédito hipotecario. Su plan era sencillo: la mayoría de los impagos hipotecarios que están matando a los bancos y restringiendo el crédito se deben a que el valor neto de las viviendas (precio de la vivienda – importe de la hipoteca) es negativo; si Freddie Mac y Fannie Mae compran masivamente hipotecas a los bancos, los tipos de interés hipotecarios caerán; de modo que la gente volverá a pedir hipotecas para comprar casas; el precio de las viviendas subirá; el valor activo neto volverá a ser positivo; los impagos voluntarios se detendrán; y los bancos se salvarán.

Así, por ejemplo, Ben Bernanke reclamó a principios de mayo que:

Freddie Mac y Fannie Mae pueden hacer más. Recientemente, el Congreso expandió el papel de estas dos compañías en los mercados hipotecarios al aumentar temporalmente el importe máximo de las hipotecas que pueden aceptar para titularlas (...) Por tanto, ahora es el momento adecuado para que capten nuevo capital con la finalidad de aprovecharse de las nuevas oportunidades de inversión y para que ayuden a los debilitados mercados inmobiliarios³⁰.

En realidad, estas declaraciones de Bernanke no suponen ninguna novedad, ya que tanto él, como Paulson, como sus antecesores, las han estado repitiendo activamente en los últimos años, aun a riesgo de abocar a la quiebra a estas dos compañías y de que el Gobierno tuviera que rescatarlas. Estas declaraciones de Bernanke únicamente muestran, de nuevo, su escasa comprensión de los mercados y la obscena manipulación política de estas compañías para que se despreocupen de la calidad de los activos que adquieren, incluso tres meses antes de su quiebra.

En el resto del mundo, muchos Gobiernos dieron un paso más allá y no se contentaron con investigar si los especuladores tenían algún papel en el enorme incremento de los precios de las materias primas, sino que prohibieron directamente los contratos de futuros. Aun cuando el tema de las materias primas lo trataremos más adelante en el próximo epígrafe, debe quedar claro que los contratos de futuros per se nunca son la causa de las subidas del precio de las materias primas. O bien lo será el apalancamiento que permitan ciertos contratos de futuros, o bien las expectativas inflacionistas que se generen en el resto de la economía, pero en cualquiera de los dos casos, no tiene sentido prohibir los contratos de futuros que proporcionan un gran servicio al resto de la economía.

De hecho, el único contrato de futuros que está prohibido en EEUU desde 1958 es el de las cebollas y sus precios subieron un 400% durante este trimestre, muy por encima del 100% del petróleo o del 300% de los cereales³¹. Hay otras razones para que los precios de las materias primas aumenten (sus fundamentales apuntan hacia ello) y otros mecanismos por los que eventualmente pueden generarse burbujas (atesoramiento, incremento de los precios pedidos...).

El Gobierno español aprobó su plan de estímulo keynesiano...

³⁰ BEN S. BERNANK. *Mortgage Delinquencies and Foreclosures*. Boards of Governors of Reserve Federal System. (Mayo 2008)

³¹ JON BIRGER. *What onions teach us about oil prices*. CnnMoney.com (Junio 2008)

En España, la Administración con un cierto retraso siguió las iniciativas de EEUU. A principios de abril, pocas semanas después de volver a ganar las elecciones, el Gobierno presentó un plan de estímulo a la economía que, en muchos casos, recordaba al que presentó Bush en el trimestre anterior y que ya fue pertinentemente analizado.

En concreto, las medidas presentadas por el ministro de Economía Pedro Solbes pasaban por:

- Devolución de 400 euros del impuesto sobre la renta: Al igual que hizo Bush, el Gobierno español devolvió a cada trabajador 400 euros para tratar de estimular el consumo y reanimar la economía. Esta propuesta, tal y como ya sostuvimos en el caso de la Administración estadounidense, tenía un objetivo equivocado y se llevaba a cabo en unas circunstancias inadecuadas. Es cierto que hemos defendido en numerosas ocasiones que las rebajas de impuestos son unas de las pocas iniciativas que puede adoptar el Estado para aliviar la crisis: menos impuestos implican más renta disponible para amortizar la carga de las deudas y, en definitiva, para ahorrar e invertir en los proyectos productivos desatendidos durante la etapa del *boom*. Sin embargo, precisamente por ello, el objetivo de la rebaja fiscal no debe ser estimular el consumo y, mucho menos, debe implementarse en un contexto de déficit público, ya que por ambas vías el ahorro nacional termina dilapidándose en partidas que alejan la recuperación económica. Una rebaja adecuada de la tributación debe pasar, primero, por reducir el gasto público y, luego, sin renunciar al equilibrio presupuestario, por incentivar fiscalmente el ahorro, por ejemplo eliminando la tributación por plusvalías y permitiendo deducir por completo la reinversión empresarial.
- Eliminación anticipada del impuesto de patrimonio: Aun cuando un análisis económico de la tributación sobre la riqueza muestre que ésta resulta mucho más nociva que los impuestos sobre la renta al atacar y destruir la acumulación de capital³², la eliminación de este impuesto deja un sabor amargo por motivos análogos a la devolución de los 400 euros: se efectúa sin reducciones de gasto, lo que implica que el déficit público se financiará con cargo al ahorro de los españoles. Así, la descapitalización de la estructura productiva que tienden a provocar los impuestos sobre la riqueza sólo queda postergada vía un incremento de los pasivos públicos.
- Ampliación de las hipotecas: Con esta medida, el Gobierno eliminaba los costes para prolongar el plazo de las hipotecas, con la finalidad de minorar la cuota hipotecaria. En parte, esta medida se articula suprimiendo costes discrecionales que impone la Administración (como el Impuesto de Actos Jurídicos Documentados) pero, por otra parte, el Estado actúa como mediador para que las entidades crediticias, los notarios y los registradores de la propiedad no cobren comisiones y aranceles. La eliminación de sobrecostes artificiales sobre las transacciones voluntarias siempre resulta positiva (salvo por la pérdida de recaudación que no va acompañada por una reducción del gasto), ya que permite que los intercambios se lleven a cabo con mayor facilidad. En cambio, la suspensión del coste que imponían los implicados resulta difícil de valorar, ya que si no han mediado coacción y presiones sobre los agentes, todos los implicados podrían haber alcanzado este acuerdo

³² PHILIPP BAGUS. *Taxes on wealth -- WHAT FOR?*. Iref (2008)

sin necesidad de intromisión del Estado. En cualquier caso, si la medida se dirige a reducir los impagos hipotecarios y así salvar a los bancos de la bancarrota, conviene tener presente que un repunte del desempleo no va a impedir el impago merced a una cuota hipotecaria ligeramente inferior y que, en todo caso, los bancos y cajas se enfrentan, a medio plazo, a un impago mucho más pernicioso, como es el de los 450.000 millones de créditos a promotores y constructores (cuantía que debe ponerse en relación con un capital de la entidades de crédito de apenas 200.000 millones). El problema de los impagos hipotecarios vendrá más adelante, conforme el desempleo se convierta en endémico, precisamente por impedir la restructuración de la actividad productiva, vía un mayor gasto y endeudamiento público.

- Apoyo financiero a las pymes: El plan prevé que el Tesoro avale hasta 3.000 millones en las titulaciones de créditos a pymes, de modo que los bancos se muestren más dispuestos a seguir prestándoles dinero. Se trata de una medida que no soluciona nada pero que sí tiene visos de empeorar las cosas. La restricción crediticia no se produce en esencia por la desconfianza de los bancos hacia sus potenciales deudores, sino por una continuada erosión de sus balances que desata una crisis de liquidez en el interbancario. En estos momentos, la banca no está pensando en cómo rentabilizar sus exiguos saldos de caja, sino en aprovecharlos para sobrevivir en un contexto de escasa liquidez y con fuertes desembolsos en el horizonte. La medida del Gobierno, por tanto, no cambia esta situación de partida y no resolverá la restricción de crédito a la economía real. Pero es que, además, aunque lo hiciera, sólo facilitaría un arbitraje de riesgos no respaldado por ahorro real, sino por los avales del Estado, esto es, con la promesa de rapiñar riqueza futura del sector productivo de la economía para respaldar unos proyectos que pueden no ser ni siquiera rentables. Por tanto, se produce vía aval implícito una desviación de los flujos de ahorro hacia circuitos mucho más arriesgados de lo que los ahorradores están dispuestos a financiar a costa de atacar impositivamente el capital acumulado para respaldar los eventuales impagos.
- Facilidades para el sector de la construcción: El Gobierno aprobó rebajas del IVA para la rehabilitación de viviendas, incrementó hasta 5.000 millones el aval del ICO sobre titulaciones de préstamos hipotecarios y mantuvo su compromiso electoral de construir 150.000 viviendas de protección oficial anuales. En este punto hay que distinguir las medidas que se dirigen a aliviar la carga fiscal (como la reducción del IVA) y las que suponen un aumento real o potencial del gasto público (avales a las titulaciones hipotecarias y VPO). La primera, si resulta criticable, es por no combinarse, de nuevo, con una reducción intensa del gasto público que evite el recurso al déficit. Las segundas son un error en sí mismo: en un momento en que España presenta un claro excedente de viviendas –precisamente por ser el sector en el que se ha concentrado la expansión crediticia, dando lugar a una sobreproducción de estos bienes de capital– no tiene sentido que las Administraciones presionen para que se incremente el número de viviendas o se evite su caída de precios inflados (adquiriendo, por ejemplo, viviendas sobrantes a los promotores a precios muy por encima de lo que justifican sus fundamentales). Todo ello sólo retrasa el ajuste de los precios relativos de los bienes de capital (es decir, impide que las rentabilidades de las distintas líneas productivas se ajusten para retomar una actividad que sí esté de acuerdo con las preferencias de consumidores y ahorradores), la recolocación de los factores productivos y dilapida el escaso ahorro necesario para comenzar con la recuperación.

- Recolocación de parados: El plan pretende destinar 201 millones de euros a contratar a 1.500 orientadores en las Oficinas Públicas de Desempleo para facilitar la recolocación de parados. Asimismo, también contempla ofrecer una ayuda de 350 euros mensuales durante 90 días para determinados parados de difícil recolocación. Se trata de un gasto público inútil que, en última instancia, sólo dificultará la recolocación de los trabajadores al dilapidar parte del ahorro que podría emplearse para crear las empresas que los contratarían. El primer error del plan es considerar que el desempleo puede solventarse con más agentes dedicados a buscar puestos de trabajo, esto es, contratando a arbitrajistas o intermediarios que busquen, en nombre del parado, un empleo. El problema de esta idea es que la falta de puestos de trabajo se debe esencialmente a la ausencia de ahorro para constituir los nuevos proyectos que los contratarían. Buena parte de esta ausencia de ahorro se debe, a su vez, a las exigencias de altos salarios de los asalariados, quienes no están dispuestos a percibir un sueldo sustancialmente inferior al de su ocupación anterior (a pesar de que esos eran sueldos inflados por el *boom* crediticio artificial). Los recolocadores pueden encontrar puestos vacantes y mejorar así la distribución de los trabajadores, pero el problema ahora mismo no es de falta de información, sino de ahorros. Además, conviene tener presente que la eficiencia del recolocador o arbitrajista se mide en función de si la riqueza que es capaz de generar con sus operaciones supera el gasto que supone realizarlas, circunstancia de imposible discernimiento cuando hablamos de recolocadores públicos. Por tanto, en cualquier caso, se trata de una medida inadecuada que debería dejarse a la iniciativa privada para comprobar si es realmente útil y necesaria. Y por lo que respecta al la ayuda de 350 euros mensuales a los parados, por un lado sólo disminuye su disposición a buscar trabajo (y, sobre todo, a buscarlo por salarios bajos, tal y como hemos visto que será necesario en muchos casos para restablecer el fondo de salarios) y, por otro, dilapida los ahorros que capta el Estado a través del gasto corriente en consumo y, por tanto, retrasa la recuperación.
- Obra pública: El Gobierno tenía la intención de reactivar el sector de la construcción mediante la aceleración de las ejecuciones de obra pública, cuyo gasto se cifra en los 12.000 millones de euros. Nuevamente, se trata de una política equivocada, ya que desvía el ahorro de los españoles hacia bienes capital cuya escasez es más que dudoso que sea la causante de la crisis. Dicho de otra manera, España construirá más obra pública y dejará de construir otros bienes que pueden ser más necesarios ahora mismo (como todos los relacionados en reducir nuestro galopante déficit exterior). En cualquier caso, resulta imposible conocer qué proyectos son los que tienen que emprenderse sin un ajuste en los precios relativos y sin permitir que el ahorro afluja libremente allí.
- Mejora del tratamiento fiscal de la deuda: A partir del plan, los no residentes no tendrán que tributar por los intereses de la deuda pública. La idea es favorecer la afluencia de ahorro extranjero para el endeudamiento de las Administraciones. Se trata de la clase de medida (fiscalidad favorable al ahorro) que habría que adoptar urgentemente para el ahorro privado pero que, paradójicamente, su aplicación se restringe a la captación de capital por el Estado, con los efectos contraproducentes que puede acarrear. Conviene recordar que el Estado no paga los intereses de la deuda con cargo a la rentabilidad que ha generado su inversión precedente, sino con nuevos impuestos, cuya recolección, por tanto, es hasta cierto punto independiente del éxito de sus proyectos. Si bien hemos repetido que la crisis económica

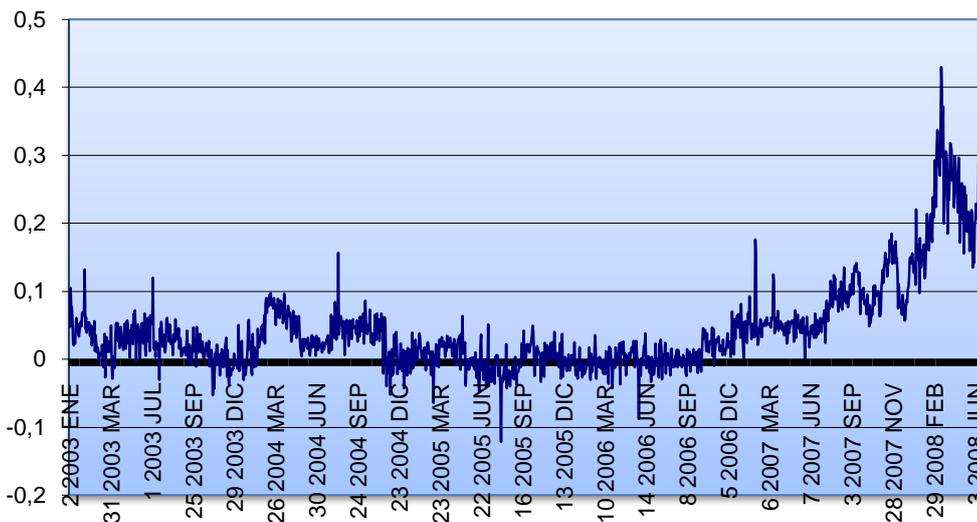
necesita de ahorro para facilitar la recuperación, lo que no necesita es que ese ahorro sea captado y dilapidado por el Estado en las muy diversas iniciativas que hemos comentado hasta el momento. Por tanto, esta reforma, en la medida en que facilitará que el Estado dilapide mayor cantidad de ahorro, sólo puede ser valorada de manera negativa. No deja de resultar frustrante que, siendo el Ejecutivo consciente de que la mejora sobre la fiscalidad del ahorro facilita su emergencia, restrinja este tipo de medidas a su endeudamiento particular, y no al de familias y empresas.

...con escasos resultados positivos.

En definitiva, el plan del Gobierno está compuesto por dos grupos de iniciativas: las que serían beneficiosas si llevaran aparejada una reducción del gasto y las que, en cualquier caso, resultan nocivas. En ambos casos se produce una distorsión en el uso de los recursos, apuntalando las malas inversiones y dilapidando el ahorro.

Una muestra clara de esta dilapidación de ahorro es que a finales del segundo trimestre, la Administración Central tenía una necesidad de financiación de 4.600 millones de euros (el 0,4% del PIB) frente a la capacidad de financiación de 5.260 de junio de 2007. Todo ello ya está imponiendo un *premium* de riesgo sobre la deuda pública española frente a la alemana:

Diferencial de la deuda española con el bono alemán a 10 años



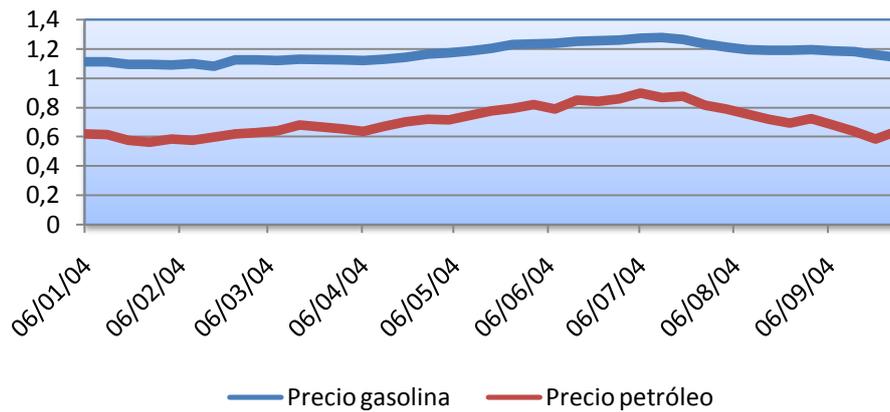
Por otro lado, durante este trimestre y los meses subsiguientes en los que se vivió el punto máximo de la burbuja de las materias primas y su pinchazo, numerosos colectivos protestaron por el comportamiento supuestamente cartelista de las distribuidoras de combustibles, trasladando las correspondientes denuncias a la Comisión Nacional de la Competencia. En su opinión, las gasolineras tendían a incrementar el precio de los carburantes cuando el precio del crudo subía, pero se resistían a bajarlo cuando el barril también descendía.

Dejando al margen el hecho fundamental de que en un entorno de libre competencia cualquiera puede imponer el precio que desee, con o sin acuerdos y pactos (ya que cualquier cartel de precios se vería rápidamente quebrado por los comportamientos

oportunistas internos o por la entrada de nuevas empresas en el mercado), los datos no apuntan en absoluto a que este comportamiento de los precios sea cierto.

Como vemos en el siguiente gráfico, el precio por litro del petróleo llegó a subir desde enero hasta un 50% (desde los 0,6 euros por litro a los 0,9), mientras que el precio de la gasolina super 95 apenas lo hizo un 18% (desde los 1,1 euros por litro hasta los 1,3).

Evolución precio del petróleo y del precio de la gasolina.



De hecho, no hay mejor muestra contra este supuesto comportamiento cartelista que comparar los precios entre la escalada de enero y el pinchazo de finales de septiembre. El 29 de septiembre, el precio del litro de petróleo Brent se había encarecido un 3% con respecto a su precio del 7 de enero, mientras que la gasolina súper 95 lo había hecho un 2,7%. Es decir, no sólo la sensación popular y de enormes colectivos es errónea porque exista una fuerte correlación entre los precios, sino que las gasolineras, gracias a la competencia, tienden a trasladar un incremento menor.

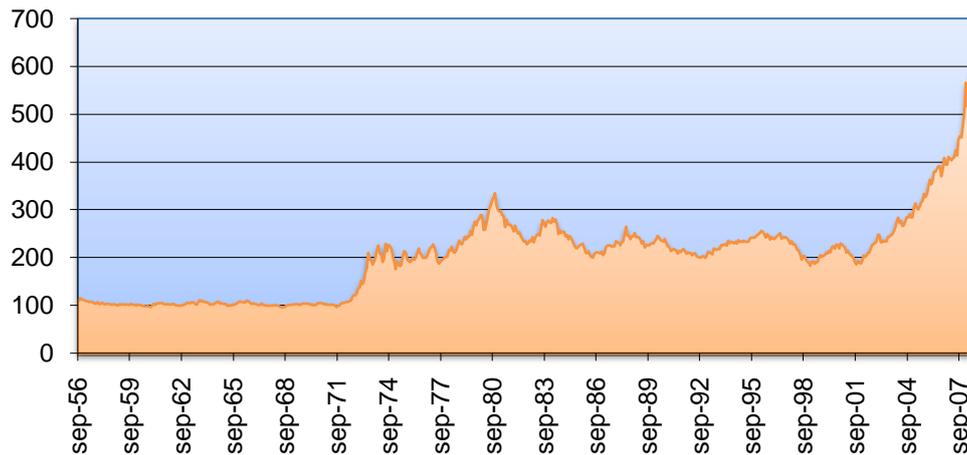
El origen de este mala percepción generalizada de los consumidores parece estar en que experimentan muy directamente las alzas de precios en los mercados minoristas (sobreponderándolas) y, en cambio, desconocen la magnitud de los incrementos de precios en los mercados mayoristas (infraponderándolos), lo que desde luego se traslada, pero a la inversa, con las reducciones: infraponderan las de los minoristas y sobreponderan las de los mayoristas. Todo ello crea una falsa sensación de que los precios siempre suben más que los costes pero nunca se reducen tanto.

Por supuesto, tanto el Gobierno como la Comisión Nacional de la Competencia cometerían un grave error si se dejaran llevar por estas falsas impresiones y sancionaran a estas compañías.

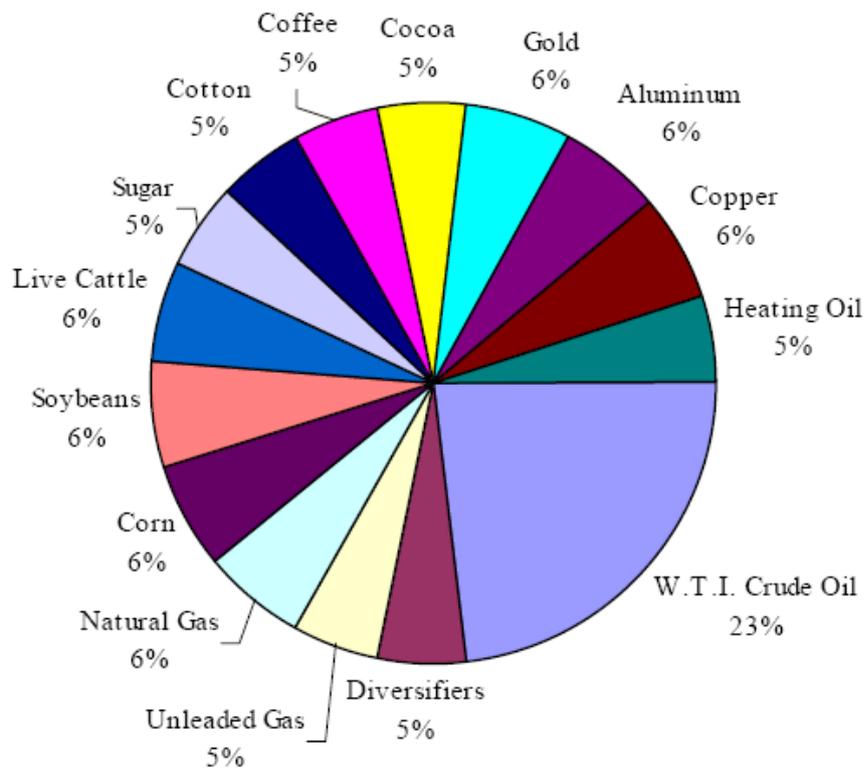
5. La burbuja de las materias primas

Durante el mes de junio de 2008, el índice Reuters-CRB, uno de los indicadores más importantes para medir el precio de las materias primas, alcanzó su máximo histórico al ubicarse en 595 puntos.

Índice Reuters-CRB

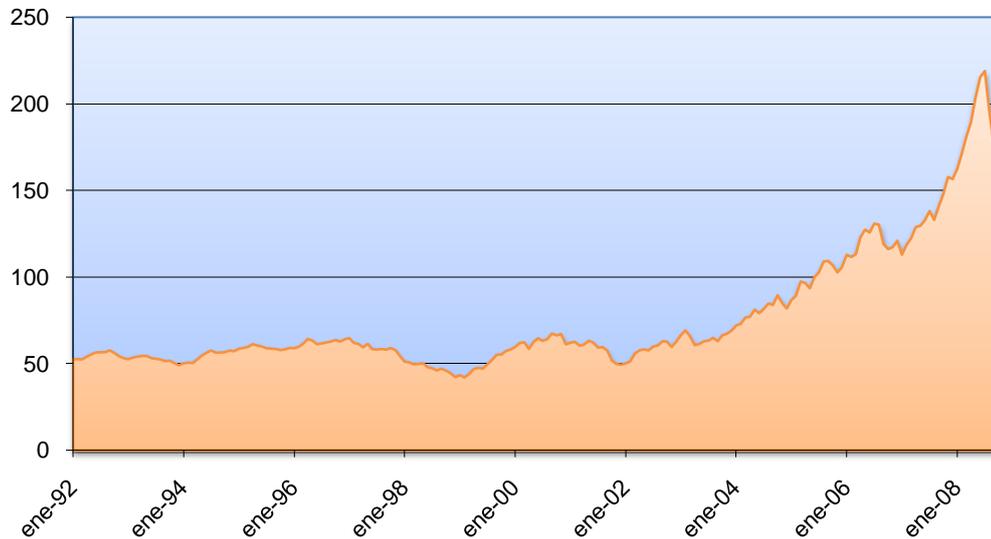


En la composición del índice tiene un peso importante el petróleo, pero también hay presentes varias materias primas más:



Otros índices internacionales, como el del FMI o el Rogers International Commodity Index también señalan a finales de junio y principios de julio el valor máximo agregado de las materias primas:

Índice de precios de materias primas del FMI



Rogers International Commodity Index



Asimismo, a partir de mediados de julio se aprecia una caída casi ininterrumpida del precio de todas las materias primas, cuyo fondo aún no se conoce a mediados de noviembre.

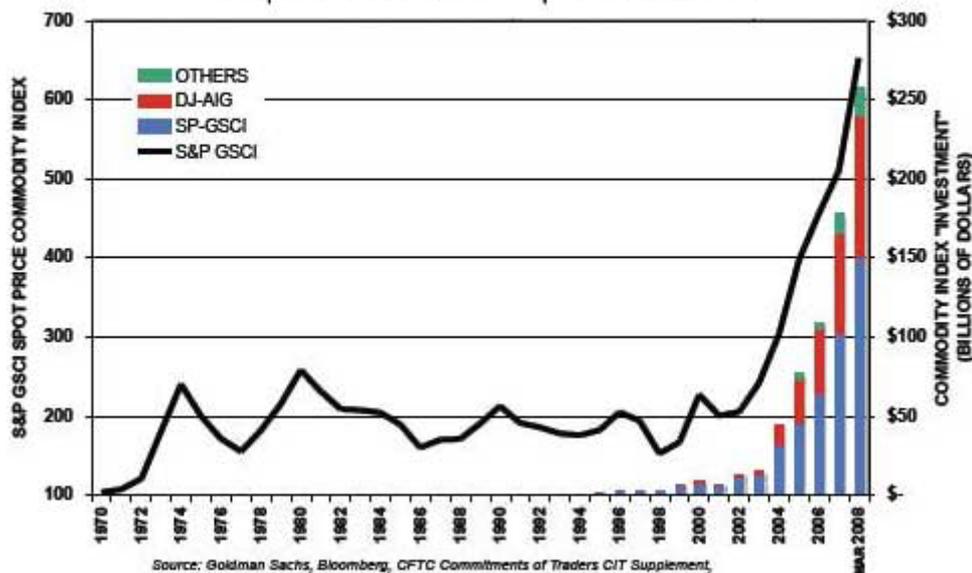
Durante estos meses fue inevitable que se desatara un debate acerca de si la especulación había sido la causante de que se elevara el precio de las materias primas

y, especialmente, del petróleo o, por el contrario, respondía a razones fundamentales de oferta y demanda.

La primera postura fue defendida especialmente por Michael Masters, gestor del hedge fund *Masters Capital Management, LLC*, quien ante el Senado declaró que durante los últimos años se había producido un notable incremento de lo que denominaba “especuladores a índice” o “especuladores institucionales”³³. Los especuladores institucionales son simplemente los inversores institucionales que se comportaban de manera especulativa con los contratos de futuro: mantienen posiciones abiertas en los contratos de futuro pero, a diferencia de los especuladores tradicionales, sólo toman posiciones largas, son insensibles a los movimientos de precios y, por tanto, consumen liquidez en lugar de proporcionarla.

La hipótesis de Masters venía respaldada por una serie de datos impactantes (como que los especuladores institucionales han pasado de tener posiciones de 13.000 millones en 2003 a 260.000 millones en marzo de 2008 y que sólo en los tres primeros meses de 2008 ya han incrementado sus posiciones en 55.000 millones) y por un gráfico donde se aprecia una fuerte correlación entre el incremento del precio de materias primas y las posiciones de los especuladores institucionales:

Índice de la actividad de los especuladores institucionales comparado con el índice de precios de las materias primas S&P GSCI



A esta opinión se le unió el famoso especulador George Soros, quien también declaró ante el Senado³⁴.

Tanto Masters como Soros defendieron que, en última instancia, era necesario regular a los especuladores institucionales e incluso prohibirles participar en el mercado.

³³ Testimonio de Michael W. Masters Managing Member , Portfolio Manager Masters Capital Management, LLC dela de Committee on Homeland Security and Governmental Affairs United States Senate

³⁴ George Soros Testimony before the U.S. Senate Commerce Committee Oversight. (Junio 2008)

Frente a esta hipótesis se alzaron numerosas voces, entre las que destacó las del recientemente galardonado Nobel de Economía, Paul Krugman. Según el economista estadounidense, la especulación en el mercado de futuros no podía ser la causante del alza del precio del petróleo, ya que los inventarios no habían aumentado. En principio, por tanto, el incremento del precio *spot* del petróleo sólo podía deberse a razones fundamentales: aumento de la demanda e inflexibilidad al alza de la oferta. En caso contrario, el precio *spot* no habría aumentado tanto como el precio futuro o *forward* y habría fuertes oportunidades de arbitraje: comprar *spot* a un precio inferior y vender *forward* a un precio superior. De hecho, Krugman reforzaba su argumento señalando que el precio *forward* estaba por debajo del *spot*, lo que claramente quitaba fuerza a la tesis de que los especuladores de futuros eran quienes empujaban el precio al alza.

La realidad, sin embargo, es bastante más compleja y probablemente ni Masters-Soros ni Krugman tengan plenamente razón. Dicho de otra manera, como a continuación explicaremos, los especuladores en futuros sí han sido importantes para explicar la escalada de su precio, pero no han sido determinantes de manera aislada. Por este motivo, las regulaciones orientadas a restringir el funcionamiento de este mercado yerran el objetivo.

Para empezar, debemos comprender que en el contrato de futuros todo comprador tiene un vendedor, por tanto, toda posición larga se ve correspondida por una posición corta. En principio, por tanto, no debería poder existir especulación vía futuros: quien ha podido comprar es porque alguien le ha podido vender lo que tiene.

Cuando hablamos de especulación en el mercado de futuros es porque una de las partes (los compradores o los vendedores) no tiene su posición cubierta, esto es, cuando el vendedor enajena algo que no tiene o no puede tener (*naked short*) o cuando el comprador adquiere algo que no necesita (*naked long*). Si los especuladores no están en equilibrio (es decir, si el número de *naked shorts* no es igual al de *naked longs*), uno de los dos lados estará desequilibrado: o bien los compradores estarán cubiertos y los vendedores descubiertos, o viceversa.

Si son los compradores quienes están cubiertos, habrá una tendencia a deprimir el precio futuro de la mercancía (ya que se habrán vendido más promesas de entrega de las que realmente son factibles), si bien los compradores podrán poner fin rápidamente a esa tendencia, exigiendo la entrega de las mercancías y revelando que vendedores están descubiertos. En efecto, si un vendedor no puede o no quiere entregar la mercancía pactada, tendrá que recomprar contratos de futuros cuyos vendedores sí estén cubiertos, provocando una tendencia al alza del precio.

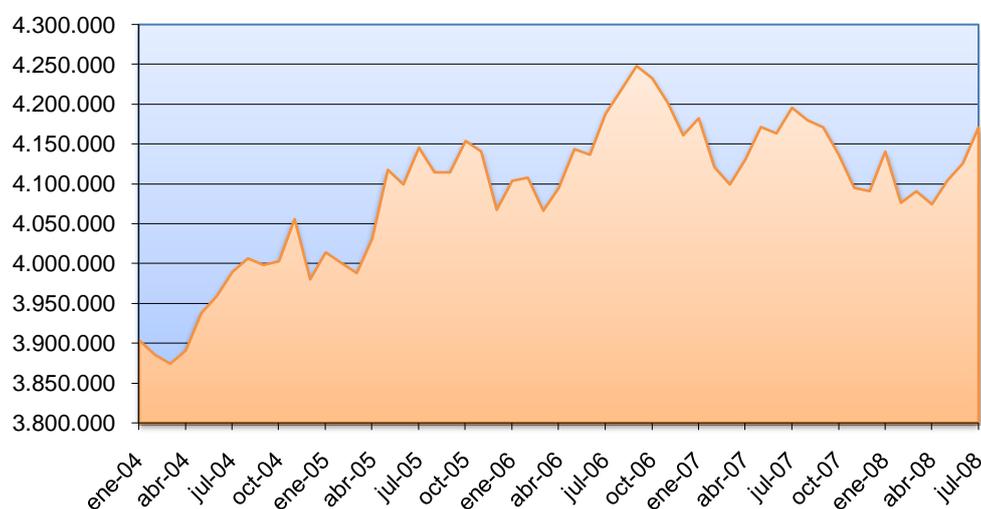
Si son los vendedores quienes están cubiertos, habrá una tendencia a elevar el precio futuros de la mercancía (ya que se habrán demandando más promesas de entrega de las que puede rentabilizar el comprador), si bien los vendedores podrán poner fin rápidamente a esta tendencia exigiendo la entrega de las mercancías y revelando que compradores están descubiertos. En efecto, si un comprador no puede pagar la recepción de la mercancía o simplemente no quiere recibirla, tendrá que revenderla vía futuros a compradores que sí estén cubiertos, provocando una tendencia a la baja de su precio.

La especulación es un mecanismo para estabilizar los precios, ya que los participantes comerciales en los mercados de futuros encuentran así una contraparte que esté dispuesta a tomar su posición; es decir, no se ven forzados a aceptar la entrega de la mercancía subyacente.

El problema surge, como en todos los mercados financieros, cuando los especuladores no participan en este mercado con su ahorro real, sino que se apalancan para adquirir múltiples contratos de futuro. En este caso, puede desarrollarse perfectamente una burbuja durante un largo período de tiempo gracias a los fondos de nueva creación.

¿Pero hemos tenido especulación en los mercados de materias primas –y particularmente en el de petróleo– durante los últimos meses? En principio, si ha habido una especulación mayoritaria de compradores de futuros (estando los vendedores cubiertos) que haya influido sobre el precio *spot*, esto sólo puede producirse de manera indirecta, es decir, incentivando a los vendedores *spot* a que vendan su petróleo a futuro a los especuladores y, mientras tanto, lo atesoren (restringiendo así sobre la oferta de petróleo al contado). Pero durante este período no se produjo un incremento sustancial de los inventarios, que incluso cayeron un poco hasta el primer trimestre de 2008:

Inventarios de petróleo en la OCDE (millones de barriles)

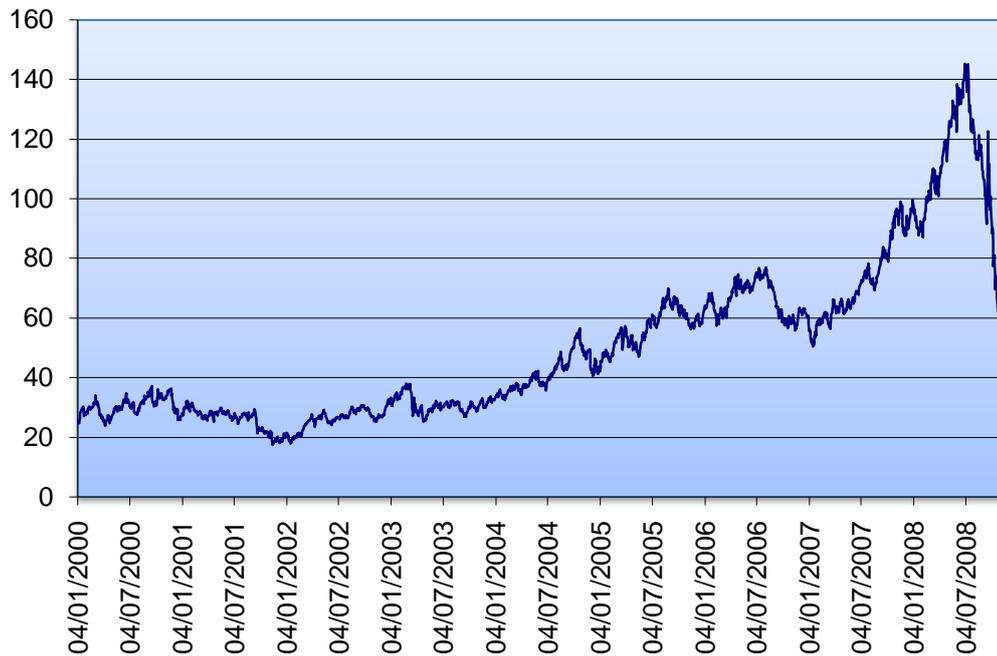


Además, como hemos visto, en principio los vendedores de futuros de petróleo podrían haber forzado la entrega de petróleo a los especuladores y haber terminado pronto con la burbuja. De hecho, si los vendedores están cubiertos y no fuerzan la entrega, significa que están recomprando esos contratos y, dado que la evolución del precio del petróleo ha sido al alza, la recompra se estaría efectuando con pérdidas.

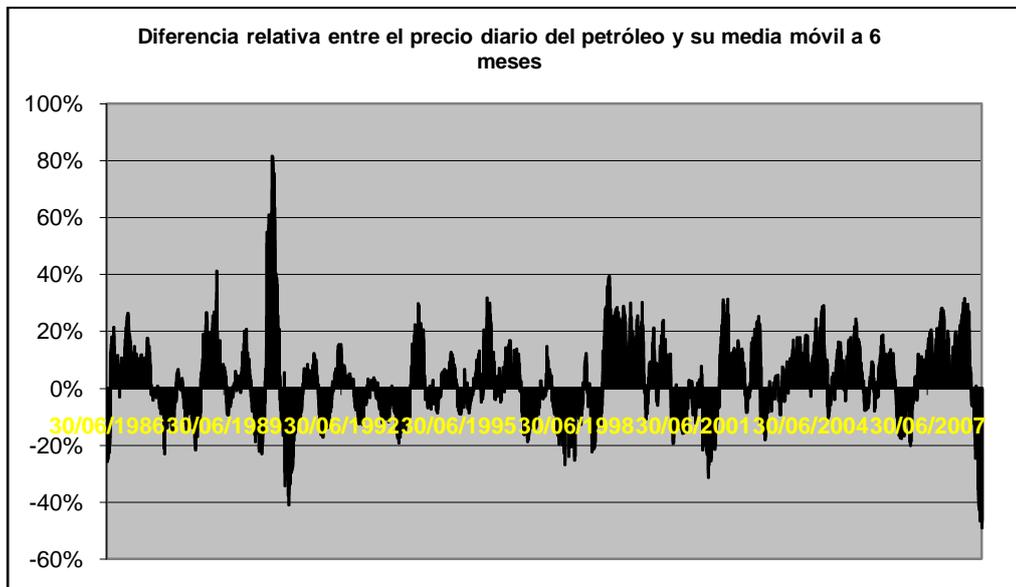
En principio, por tanto, la teoría de la especulación de Masters-Soros tendría el problema de escaso respaldo empírico; ni hay más inventarios ni se explica por qué los vendedores de futuros estaban dispuestos a renovar permanentemente al alza los contratos de futuros.

Sin embargo, la teoría de que el alza del precio se ha producido simplemente por cambios fundamentales en la oferta y en la demanda de petróleo también confronta problemas teóricos importantes. El primero es la elevada volatilidad con que se han comportado los precios del petróleo: en un año su precio se duplicó para luego volver a caer a su nivel anterior. Aunque esto es un fenómeno factible en bienes con demandas muy inelásticas (es decir, la demanda sólo cae tras una fuerte subida del precio y viceversa, una ligera caída de la demanda hace descender mucho el precio) no deja de resultar chocante que la escalada más fuerte de las materias primas se produjera en un momento de ralentización económica

Precio diario del crudo

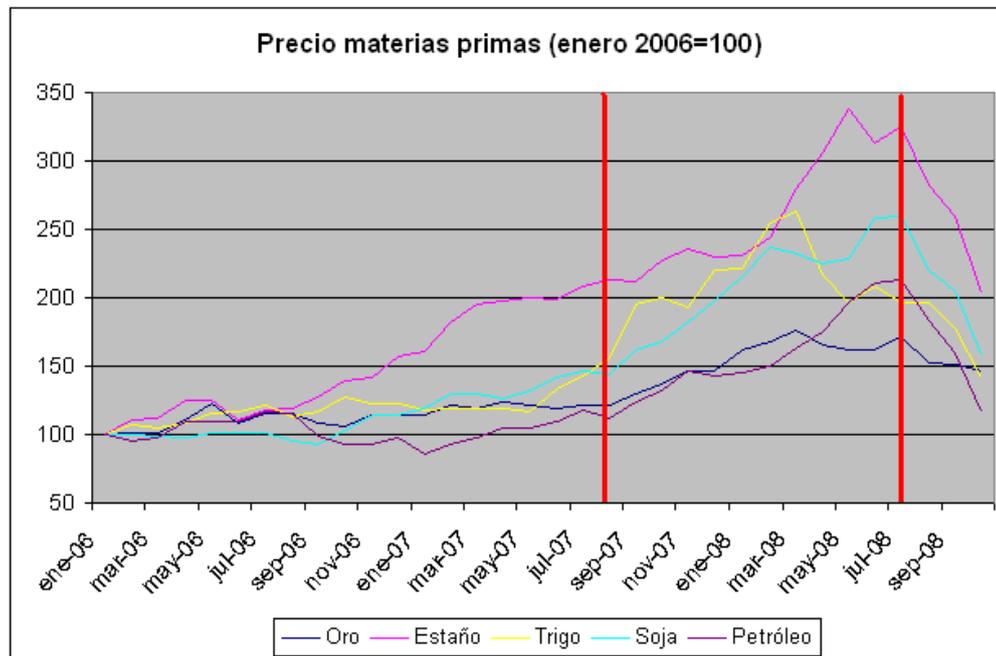


De hecho, suele considerarse que la media móvil a 6 meses del precio del petróleo suele ser un buen indicador de su demanda por motivos fundamentales. Pues bien, la diferencia diaria del precio con respecto a su media móvil ha sido de las más importantes en los últimos 20 años, especialmente, la depresión de precios posterior (sólo comparable a la depresión de precios posterior a la primera guerra del Golfo):



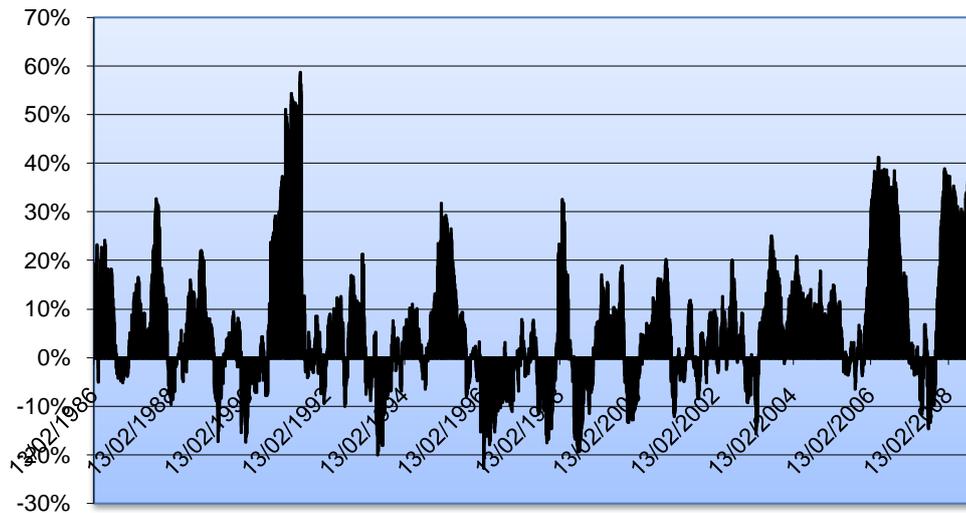
El segundo, es que todas las materias primas experimentaron una evolución similar a partir del mes de agosto. Como puede observarse en el gráfico, varias materias primas de sectores no relacionados (energía, metales y agricultura) suben al mismo tiempo a partir de mediados de agosto de 2007 y empiezan a caer con fuerza a partir desde

mediados de julio. Si las subidas de precios se debían exclusivamente al aumento de unas demandas muy inelásticas, cabría esperar que los precios descendieran a ritmos distintos, ya que algunas materias primas concentrarían el gasto de los individuos preferentemente a otras.



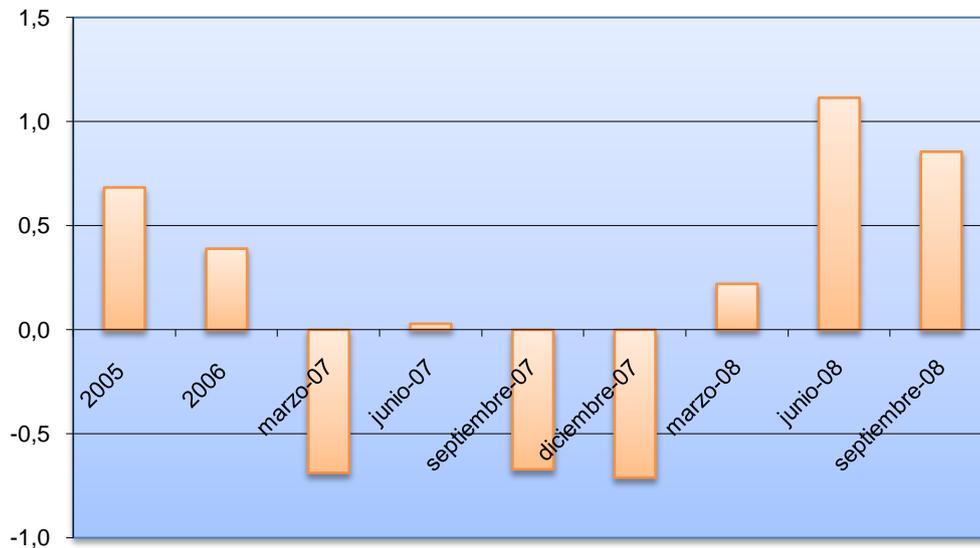
Tercero, también resulta reseñable la correlación de precios que se ha producido desde agosto entre el petróleo y el oro. En el gráfico puede observarse cómo la correlación en las variaciones de precios de ambas materias primas suele responder a un paseo aleatorio (los períodos de correlación positiva, negativa o nula se suceden de manera aleatoria), salvo en dos períodos: entre diciembre de 2005 y diciembre de 2006 y entre septiembre de 2007 y octubre de 2008 (así como durante la guerra del golfo). La correlación es importante, ya que significa que parte de la demanda que impulsaba al alza (o a la baja) el precio del oro era la misma (o tenía causas similares) a la del petróleo.

Correlación a 30 días entre las variaciones del precio del oro y del petróleo



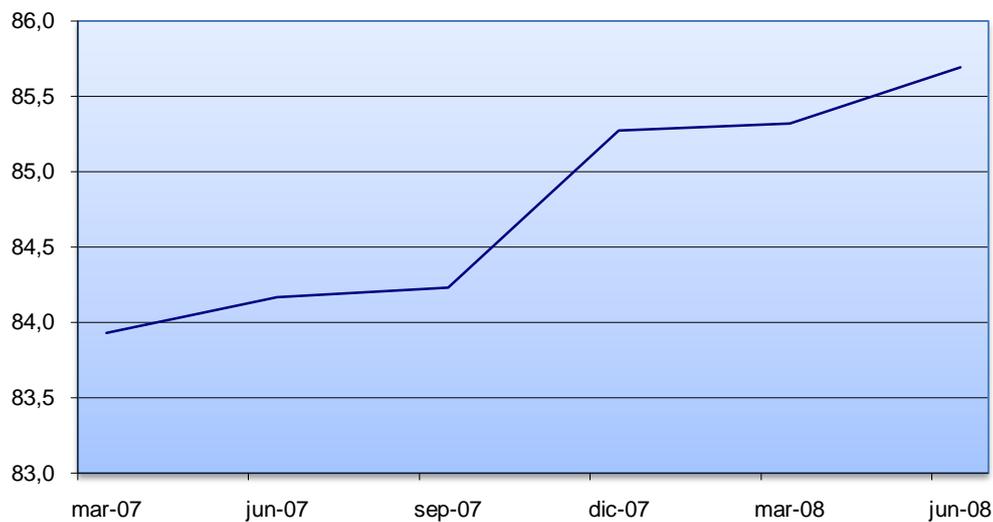
Y, por último, aunque la diferencia entre la oferta y la demanda mundial de petróleo ha sido en 2008 de las más elevadas en los últimos años, no ha sido ni mucho menos algo excepcional. En el primer trimestre de 2007 el desequilibrio fue prácticamente el mismo que en el tercer y cuarto trimestre de 2007 y los precios apenas aumentaron de 60 dólares por barril a 65. Sin embargo, en el segundo trimestre de 2008, donde la oferta superó la demanda en más de un millón de barriles diarios, los precios aumentaron desde los 100 dólares a los 140.

Oferta - Demanda mundial de petróleo (millones de barriles por día)



La explicación a este fenómeno no puede encontrarse ni en el agotamiento de la capacidad extractiva de los países productores ni en el agotamiento de los inventarios de petróleo. En el primer caso, porque la producción mundial de petróleo ha venido aumentando ininterrumpidamente durante 2007 y 2008:

Producción mundial de petróleo (millones de barriles diarios)



Y también porque se sabe que Arabia Saudí disponía de margen para incrementar su producción, tal y como se ha constatado especialmente en 2008, cuando ha pasado de producir 8,97 millones de barriles diarios a 9,3.

En el segundo caso, porque, como hemos visto, los inventarios se mantuvieron más o menos estables en todo 2007 y 2008, de modo que no pudieron compensar los picos de demanda a principios de 2007, al tiempo que desatendían los picos de demanda a finales de 2007 (y, en todo caso, si desatendían esos picos de demanda, la cuestión sería por qué lo hicieron).

Por tanto, no parece que ninguna de las dos explicaciones por separado logre aportar una imagen completa de lo sucedido durante el último año. La teoría Masters-Soros de la especulación no explica cómo pudieron los precios aumentar sin presión en los inventarios y la teoría de la ausencia de especulación de Krugman no explica ni la volatilidad del petróleo ni su correlación con otras materias primas (especialmente el oro) ni por qué cuellos de botella similares en períodos muy cercanos de tiempo generan diferencias de precios tan grandes.

En realidad, la teoría de Masters-Soros tiene un cierto encaje con la realidad, siempre y cuando se maticen los hechos. Primero, la afirmación de que los inventarios no aumentaron en 2007 y 2008 demasiado es tajante. Es cierto que las estadísticas oficiales de la OCDE recogen una ligera reducción hasta marzo de 2008 (aunque, y esto no lo tiene en cuenta Krugman por carecer de los datos cuando escribió su artículo, repuntaron notablemente en el segundo trimestre, justamente cuando los precios subieron más), pero esto no tiene en cuenta que los países fuera de la OCDE pudieron incrementar sus inventarios, por ejemplo en Irán³⁵. Además, las estadísticas no tienen en cuenta que el crudo también puede atesorarse bajo tierra, tal y como hizo

³⁵ ALARIC NIGHTINGALE. *Iran Expands Fleet of Oil Tankers Idling in Persian Gulf to 14*. Bloomberg.com (Junio 2008)

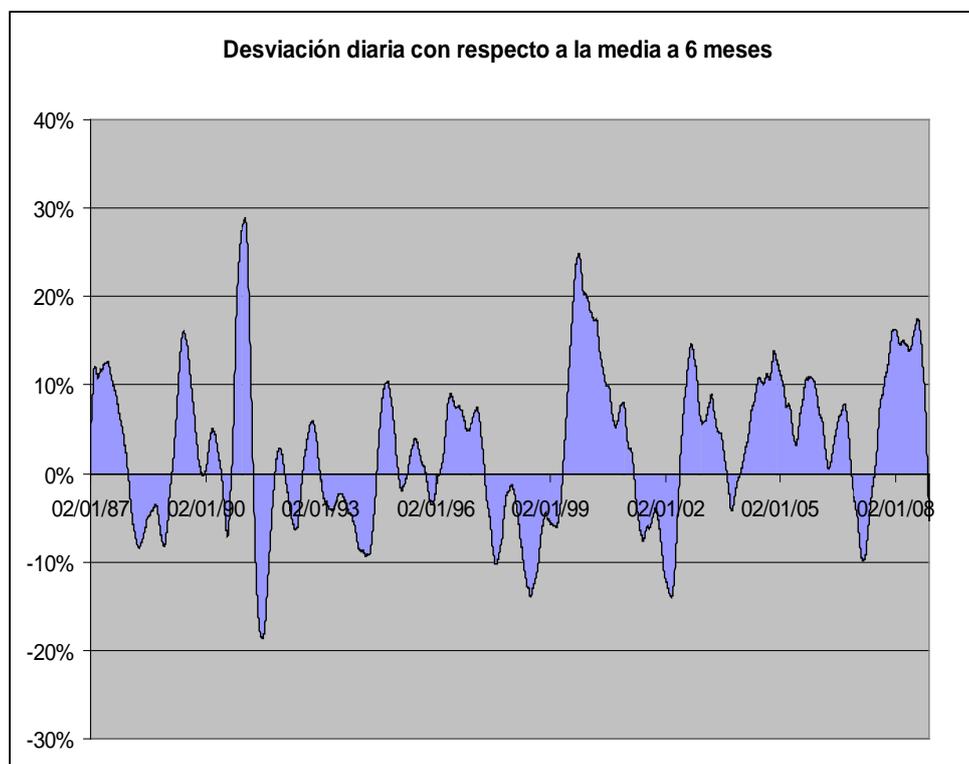
Arabia Saudí. Y, por último, aunque los inventarios se redujeran, lo importante no es tanto la cantidad de petróleo, cuanto la finalidad por la que se atesoraban.

La composición de los atesoradores de petróleo pudo ir cambiando desde el productor al especulador, lo que a su vez modifica la rentabilidad esperada de atesorar petróleo y, por tanto, la disposición al pago. Dicho de otra manera, los inventarios para uso comercial del petróleo pudieron ir reduciéndose con los altos precios al tiempo que los inventarios para uso especulativo (es decir, reventa futura a un mayor precio) iban compensando en parte la caída.

Y segundo, los vendedores de futuros de petróleo podrían estar interesados en no forzar la entrega (y, por tanto, renovar con pérdida los contratos) si con ello consiguen mantener el precio del petróleo inflado. Los motivos que justifican esta estrategia son varios, pero básicamente pasan por incrementar el valor presente de sus reservas de petróleo, con lo que pueden refinanciar más fácilmente su deuda, ampliar capital e incluso adquirir otras compañías con acciones propias infladas.

Sin embargo, a la teoría de Masters-Soros le falta un detalle importante para terminar de encajar todas las piezas: atesorar petróleo es una forma bastante cara de especular. Si se apuesta por el incremento del precio del petróleo, es mucho más lógico invertir, como hacen los especuladores institucionales según Masters, en futuros. Así pues, ¿por qué los precios *spot* aumentaron más que los *forward*?

Como hemos dicho, suele considerarse que la media móvil del petróleo a seis meses nos ofrece una aproximación al precio del petróleo que está justificado por su oferta y su demanda. Si esto es así, la diferencia diaria con respecto a la media a seis meses debería ser muy reducida o, en todo caso, estabilizarse al cabo de un breve período de tiempo; de hecho, la desviación media diaria de los últimos 22 años ha sido sólo del 2,5%. Sin embargo, desde mediados de 2007 hasta mediados de 2008, la desviación media ha sido del 16,5%, uno de los períodos de sobrevaloración más prolongados.



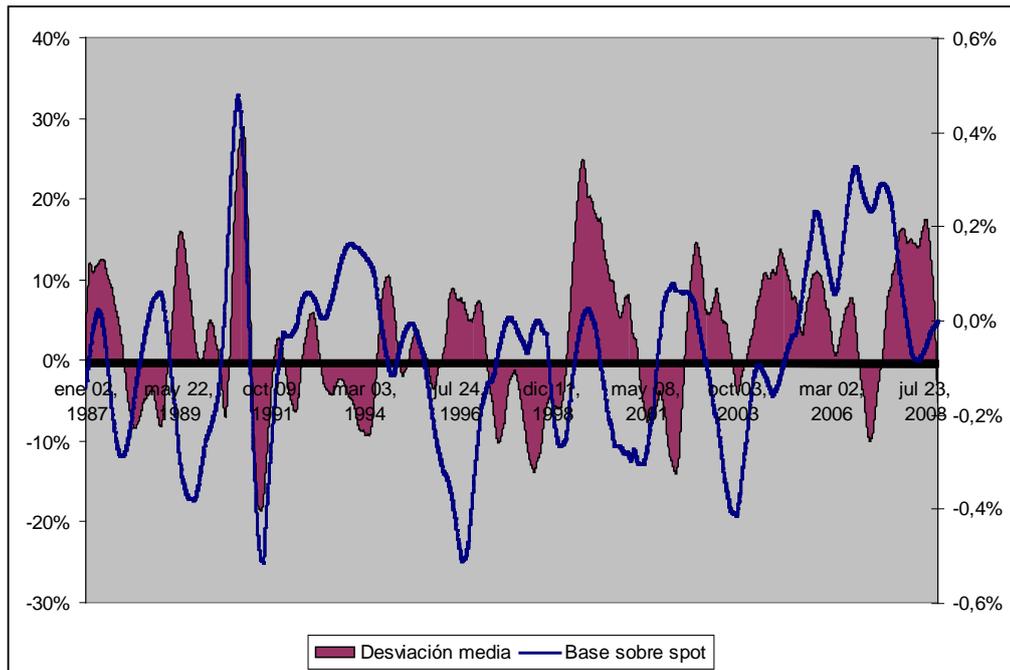
Estos períodos prolongados de alzas de precios pueden indicar dos fenómenos: o bien que a corto plazo existe un cuello de botella en el petróleo (picos de demanda puntuales o restricción de ciertas provisiones de crudo), motivo por el cual el petróleo a corto plazo cotiza con prima sobre el petróleo a largo plazo; o bien que existe una previsión de carestía en el largo plazo (peak oil temporal frente a una demanda creciente), en cuyo caso el petróleo a largo plazo cotiza con una prima sobre el petróleo a corto plazo por la previsión de su continuado aumento de precios.

La respuesta del mercado en el primer caso suele ser echar mano de los inventarios de petróleo para compensar esos cuellos de botella, mientras que en el segundo tienden a acumularse inventarios para evitar oscilaciones bruscas en el precio. Estos movimientos estratégicos se ven, a su vez, favorecidos por la estructura temporal de los precios: en el primer caso existe una *backwardation* (precio *spot* mayor que precio *forward*) que permite vender los inventarios de petróleo y recomprarlos a futuro más baratos; en el segundo tenemos un *contango* (precio *forward* mayor que precio *spot*) que permite comprar petróleo actual, revenderlo más caro a futuro y rentabilizar los costes de atesoramiento y aseguramiento³⁶.

Sin embargo, en 2007 y 2008 observamos una tibia *backwardation*, lo que significa que los operadores en el mercado *spot* tenían unas expectativas ligeramente más al alza que los operadores en el mercado *forward* o, dicho de otra manera, se esperaba un cierto cuello de botella en el corto plazo (como finalmente sucedió) que, sin embargo, no se vio corregido por una masiva liquidación de los inventarios, aun cuando era posible recomprar ese petróleo a futuro sin pérdida.

En general, como puede observarse en el gráfico, salvo momentos excepcionales como la primera Guerra del Golfo, los períodos de *backwardation* (cuando la diferencia entre los precios *forward* y *spot* es negativa) coinciden con períodos de alzas sostenidas del precio del petróleo a medio plazo y viceversa; los períodos de contango suelen producirse al tiempo que las bajadas o desaceleraciones de los precios. Ahora bien, también puede observarse que las alzas de precios suelen coincidir con *backwardation* bastante notables, esto es, los precios *spot* se suelen elevar cuando se prevé un cuello de botella lo suficientemente grande como para que el precio *forward* cotice a un cierto descuento con respecto al *spot*.

³⁶ Si los inversores esperan que la carestía de petróleo se agrave a lo largo del tiempo, como consecuencia de su análisis racional (o irracional) de los fundamentos del mercado, incrementarán la demanda de contratos de futuro de petróleo al esperar que su precio aumente. Si el precio *forward* del petróleo se incrementa más que el *spot*, habrá incentivos para que los agentes de mercado acumulen inventarios, llenen sus depósitos y obtengan beneficios seguros vendiéndolos a futuro. Así, al crear un incentivo para acumular más inventarios y venderlos a futuro, el contango tiene el efecto de mantener el precio futuro más bajo de lo que habría estado sin contango. BASSAM FATTOUH. *Contango Lesson*. Oxford Energy Comment. (Septiembre 2006)



¿Por qué sólo se manifestó entonces esa tímida *backwardation* cuando los precios subieron de manera espectacular, sugiriendo la existencia de un gran cuello de botella a corto plazo? Es aquí donde la teoría Masters-Soros tiene su cabida: la inflexible demanda de los especuladores institucionales por los futuros de petróleo impedía que los precios *forward* se desviaran sustancialmente de los *spot*, pese a que las expectativas comerciales a medio plazo (y en medio de la crisis) eran a que el cuello de botella se redujera. De hecho, buena parte del *contango* que se ha producido durante los últimos años (entre 2001 y 2006, el más largo de la historia reciente) podría deberse a la participación de estos especuladores institucionales en los mercados de futuros, que empieza en estas fechas.

Sin embargo, si esa fuera la única explicación, los operadores *spot* podrían haber liquidado sus inventarios esperando recomprarlos en el mercado *spot* del futuro a precios más reducidos. Al fin y al cabo, si esperaban un aumento de precios a largo plazo o habrían acumulado inventarios o habrían adquirido futuros de petróleo preferentemente sobre el petróleo *spot*, generando un *contango*.

La pieza que falta en la teoría de Masters-Soros es señalar que se produjo, durante ese período, un incremento de la utilidad directa (*convenience yield*) de atesorar petróleo que por tanto sí cambió la composición de los inventarios de petróleo, como sugeríamos antes, dando más peso a los de carácter especulativo (especulador en un sentido amplio: como todo operador que no utilice el crudo para fines estrictamente productivos o comerciales, es decir, tanto a aquel que piensa en revender el petróleo manteniendo posiciones abiertas como quien lo conserva en su inventario como refugio).

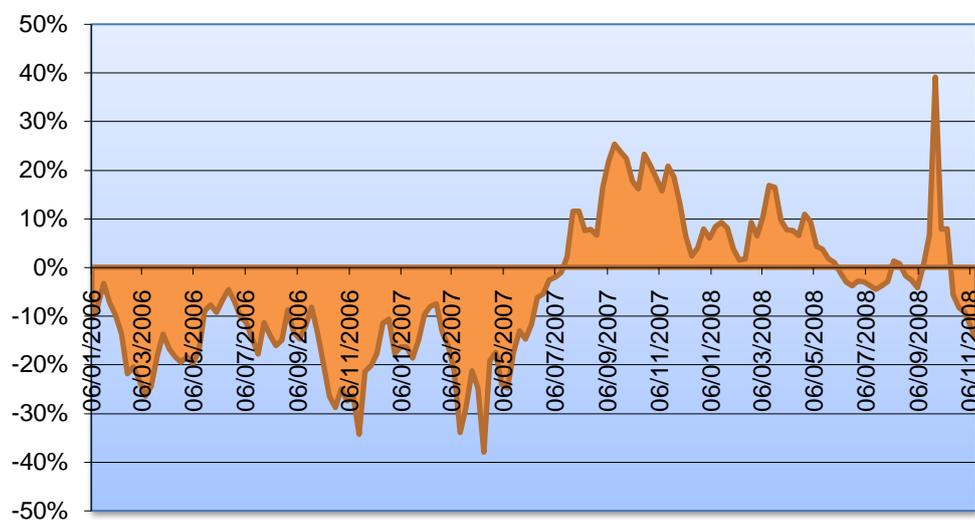
En general, se considera que el precio futuro de una mercancía depende positivamente del precio *spot*, del tipo de interés y de los costes de almacenamiento, pero negativamente de la *convenience yield*³⁷. Es decir, un inversor que necesita petróleo

³⁷ En general, $F = S \cdot e^{i+a-c}$ siendo F el precio forward, S el precio spot, i el tipo de interés, a los costes unitarios de almacenamiento y c la *convenience yield*.

para dentro de un mes puede optar entre adquirirlo hoy y atesorarlo o comprarlo hoy para entregar dentro de un mes. La opción de comprarla hoy sólo la considerará a menos que el precio *spot* sea inferior al *forward* en una cuantía equivalente al coste de almacenamiento y al tipo de interés al que renuncia o, siendo superior, si la *convenience yield* le compensa el sobrecoste.

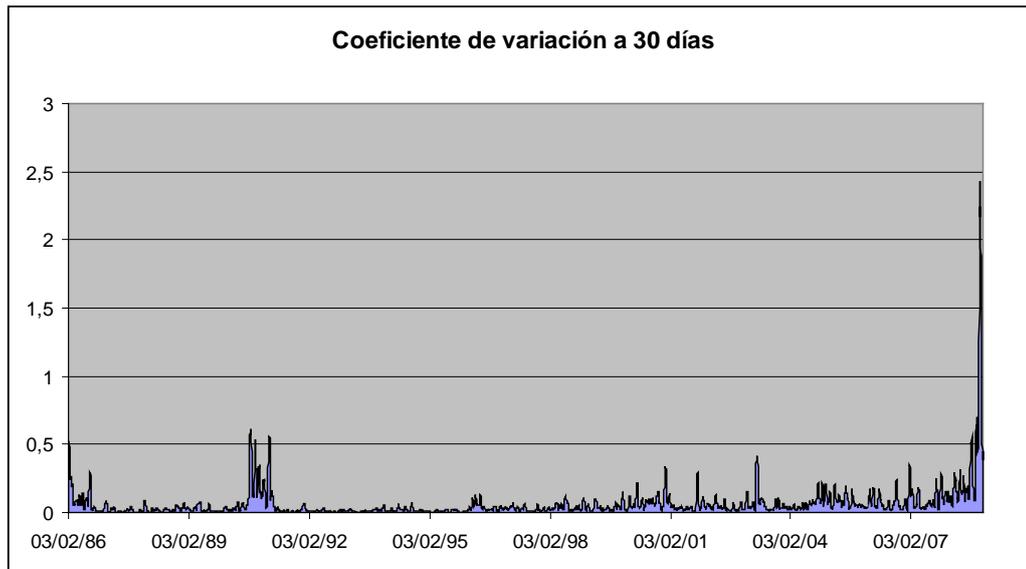
Ante la ausencia de datos concretos sobre el coste de almacenamiento –y tomando un período de tiempo lo suficientemente breve como para que podamos suponer que permanecieron aproximadamente constantes–, la *convenience yield* repuntó desde principios de agosto hasta finales de mayo.

Convenience yield del petróleo

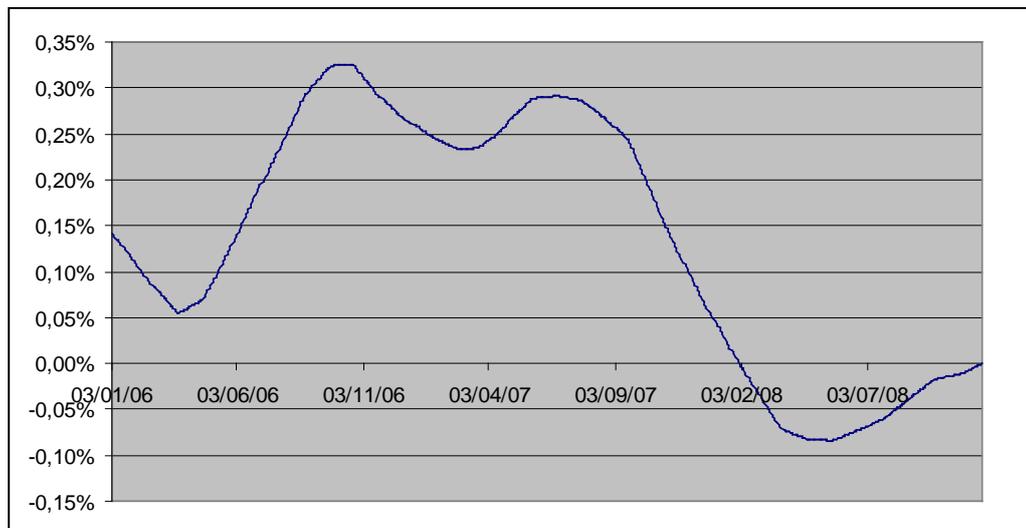


El incremento de la *convenience yield* del petróleo combinado por la presión sobre el mercado de futuros de los especuladores institucionales permite explicar por qué los precios *spot* y *forward* aumentaron tanto y al mismo tiempo, pero en forma de reducida *backwardation*.

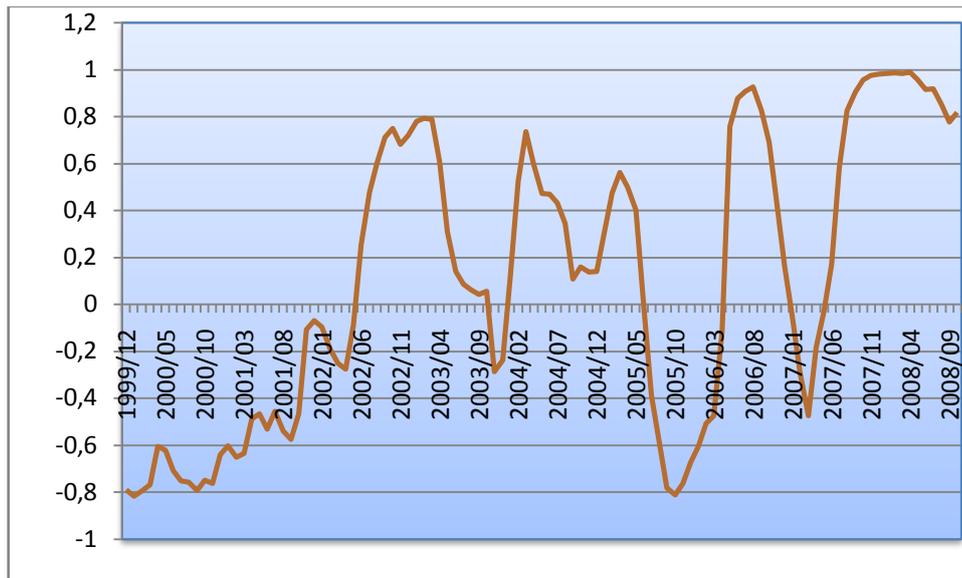
La cuestión en este punto, sin embargo, es por qué se produjo este aumento de la utilidad directa del petróleo. Una posible explicación es que, al incrementarse la volatilidad de los precios, las oportunidades de ganancia para quien pudiera vender el petróleo inmediatamente también se incrementarían. Al fin y al cabo, si existe un cuello de botella, las posibilidades de que algún comerciante cercano se encuentre desabastecido y necesite de una provisión rápida *casi a cualquier precio*, son numerosas. Sin embargo, esta tendencia, que debería quedar recogida en parte en el coeficiente de variación del precio del petróleo, no aparece con demasiada intensidad, al menos durante la primera mitad de 2008 (que fue cuando subió el precio):



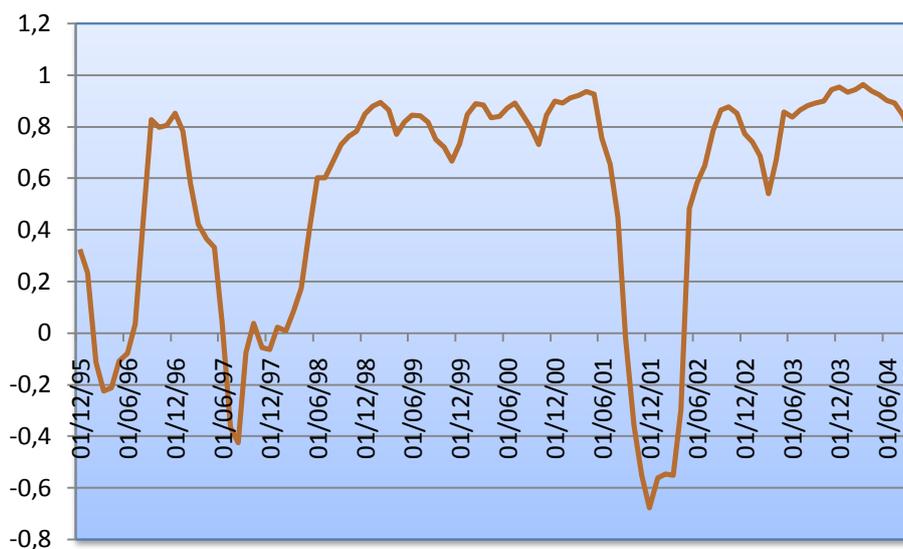
En mi opinión, no es casual que el *contango* de 2007 se reduzca especialmente, hasta desaparecer, a partir de agosto de ese año. Es decir, no es casual que a partir de agosto los operadores en el mercado spot comenzaran a volverse más entusiasta al alza que los operadores en el mercado *forward* (generando la *backwardation*): a partir de agosto los bancos centrales dejaron claro que estaban dispuestos a rescatar al sistema bancario aun a costa de sacrificar sus divisas.



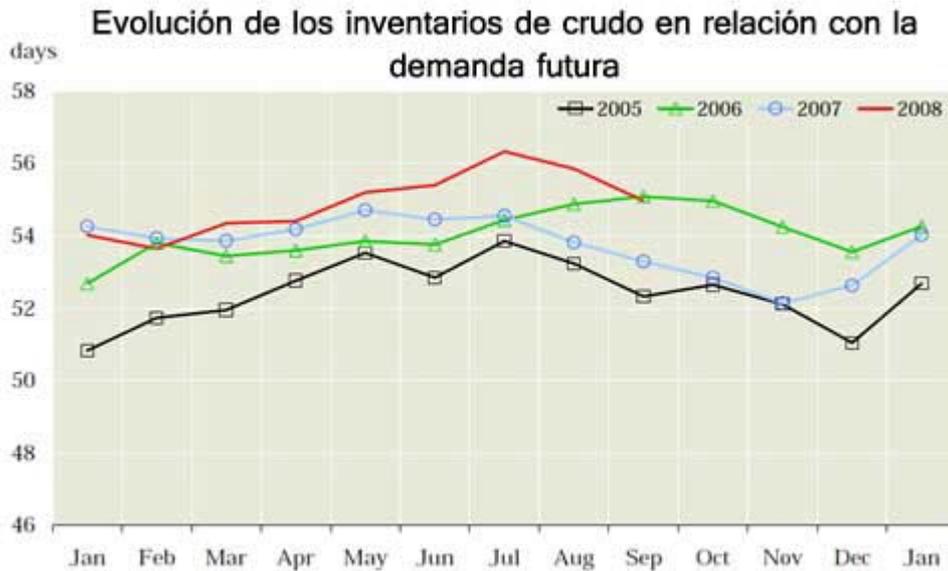
En ese momento, comienza toda una suerte de huida desde los saldos líquidos en divisas a otros valores como la bolsa, las materias primas (entre ellas el petróleo y el oro) y las divisas alternativas. En el gráfico puede verse cómo la correlación anual entre el petróleo y el tipo de cambio euro/dólar se dispara desde mediados de 2007:



Y lo mismo sucede con la correlación entre el tipo de cambio euro/dólar y el precio del oro:



La huida del dólar hacia otros valores parece claro, de modo que si los inventarios no han aumentado (lo que es difícil de calcular en las estadísticas oficiales de la OCDE), la explicación más plausible es que los inventarios para fines industriales fueron consumidos y son repuestos por otros agentes con fines especuladores. De hecho, aunque en términos absolutos los inventarios se redujeran, al relacionarlos con la demanda que permitían satisfacer, puede comprobarse que desde noviembre los inventarios aumentaron hasta máximos de los últimos cuatro años.



En circunstancias normales, estas subidas transitorias tan fuertes que no presupusieran una fuerte escasez futura (en cuyo caso los precios habrían reflejado un contango) se habrían contrarrestado, o con un incremento de las ventas de futuros por parte de los productores de petróleo, o con una liquidación de inventarios. Sin embargo, nada de esto sucedió o, al menos, no sucedió sobre las estadísticas oficiales: el mercado de futuros siguió especulando al alza y los inventarios no descendieron de manera apreciable.

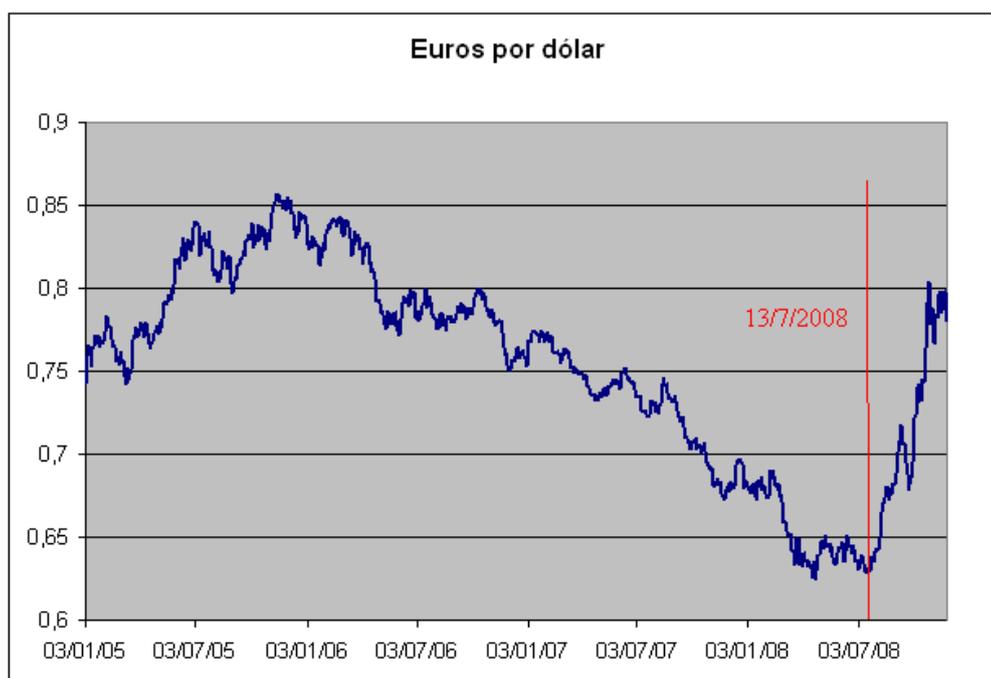
El aumento de la utilidad directa del petróleo debido a la política monetaria expansiva de la Fed y a la consecuente fuga de capitales hacia activos alternativos permite explicar todos los fenómenos que observamos: la volatilidad conjunta en muchas materias primas (ya que fueron en buena medida monetizadas), la correlación entre el precio del oro y el del petróleo (pues parte de su demanda tenía motivos idénticos: huir del dólar), por qué el precio del petróleo siguió subiendo a partir de enero cuando la demanda se debilitó y la oferta creció (los especuladores pujaban por el barril a un mayor precio ofrecido), por qué no se abortó la subida del precio con un incremento de la producción mayor de Arabia Saudí (preferían disponer de petróleo que de dólares que se depreciaban), por qué los vendedores cubiertos de futuros no forzaban la entrega del crudo (incrementaban el valor presente de sus inventarios gracias a la burbuja y evitaban acaparar demasiados dólares) y la elevada volatilidad del petróleo (en la medida en que parte de la demanda de crudo tenía motivos monetarios, se le sometió a las oscilaciones de la noticias de política monetaria de la Fed).

La caída del petróleo, y del resto de materias primas, desde mediados de julio también puede interpretarse desde esta perspectiva: el 13 de julio, el secretario del Tesoro Henry Paulson anunció que su Gobierno ayudaría a rescatar Freddie Mac y Fannie Mae³⁸. Dicho de otra manera, el Estado se mostró dispuesto a respaldar las deudas de estas dos entidades hipotecarias que, en gran medida, estaban respaldando al dólar a través de los colaterales de los créditos que extiende la Fed a los bancos privados. Hasta esa fecha, el rescate del sistema financiero de EEUU por parte de su Gobierno

³⁸ HENRY PAULSON. *Paulson Statement on Freddie Mac, Fannie Mae: Full Text*. Bloomberg.com (Julio 2008)

no dejaba de ser una incógnita; al fin y al cabo, el rescate de Bear Stearns lo había realizado la Reserva Federal de Nueva York con la colaboración de JP Morgan.

El anuncio de Paulson, sin embargo, cambia las tornas, ya que asegura que, muy probablemente, el Gobierno no permitirá que ningún banco quiebre, incluida la Reserva Federal. Es decir, los inversores podían volver a confiar en la estabilidad de valor del dólar. Desde entonces, el billete verde no ha dejado de ganar fortaleza, al tiempo que las materias primas perdían valor, dando lugar además a una cierta liquidación de los inventarios de petróleo (de finalidad claramente especuladora).



Dos días más tarde, sin embargo, entró en vigor una regulación de la SEC por la que prohibía la venta de acciones al descubierto de entidades financieras. Algunos analistas han considerado que ésta era la verdadera causa del pinchazo de las materias primas³⁹. Sin embargo, aun reconociendo que haya podido tener su relevancia (en la medida en que la estrategia de endeudarse vendiendo corto acciones financieras y adquiriendo futuros de materias primas estuviera muy extendida), lo cierto es que de ninguna manera puede ser determinante. Vender acciones al descubierto sirve para obtener financiación e incluso una rentabilidad si finalmente el precio de la acción baja; pero no determina el uso de esa financiación. Si el dinero aflúa a las materias primas, era porque se esperaba obtener una cierta rentabilidad por motivos distintos a la simple elevación de su precio.

Las profecías autocumplidas tienen escaso recorrido en los mercados de futuros si una de las dos partes –compradores o vendedores– decide poner fin a la burbuja. La cuestión, sin embargo, es que en un sistema de dinero fiduciario en caída libre, poner fin a la burbuja forzando la entrega de las mercancías por parte de los vendedores implica ponerse largo en una divisa que está perdiendo valor, algo ciertamente poco recomendable⁴⁰. Por tanto, los futuros pudieron influir en el mercado *spot* no porque existían los futuros, sino porque el dólar se estaba depreciando y no había incentivos ni para forzar la entrega ni para aumentar sustancialmente la producción.

Tan pronto como se detiene la depreciación del dólar, esta dinámica cambia y deja de ser necesario refugiarse en activos alternativos a la moneda para conservar el valor. La prohibición de la SEC, en la medida en que recortó la liquidez, pudo amplificar los efectos de lo que, de todas formas, debía terminar produciéndose cuando el Gobierno de EEUU anuncia el rescate de la Fed: el fin de la prima de disponibilidad del petróleo (de hecho, desde finales de julio el *backwardation* ha desaparecido a favor de un tímido *contango*), la disminución de la especulación alcista en el mercado de futuros y la liquidación de los inventarios especulativos.

Una vez más, se comprueba la importancia esencial de contar con una moneda estable como depósito de valor, cual podría ser el oro, para evitar que los saldos de caja se trasladen de unos activos a otros, tratando de encontrar una estabilidad que no consiguen en la moneda oficial.

La reciente alza en el precio de las materias primas se debió, en buena medida, a este fenómeno de huida del dólar. Todo ello sin negar que exista una tendencia a que el precio de las materias primas se incremente como simple consecuencia del desequilibrio entre una demanda creciente y una oferta rígida. Pero este desequilibrio sólo fue la base sobre la que se construyó la reciente burbuja de las materias primas.

³⁹ MIGUEL SEBASTIÁN. *¿Qué explica la caída del precio del petróleo?* Público.es (6 de Agosto 2008)

⁴⁰ Uno de los mayores méritos del patrón oro es que elimina la posibilidad de especulaciones alcista al estabilizar los precios. Imaginemos que bajo el patrón oro se va a producir una especulación alcista del petróleo. Los arbitrajistas responderían vendiendo futuros de petróleo a precios cada vez más altos hasta que la especulación terminara. Aquí estoy utilizando la palabra arbitrajista de manera deliberada. La posición corta en petróleo se compensa con una posición larga en oro y, por tanto, el riesgo del arbitrajista está limitado (...) En un régimen de dinero fiduciario, sin embargo, una posición corta implica riesgo ilimitado (ya que no se conoce cuánto puede subir el precio del petróleo). Por tanto, los especuladores no están del todo dispuestos a resistir las alzas de precios y la volatilidad se vuelve explosiva. ANTAL E. FEKETE. *The goldbug, variations IV*. (Abril 2005)

6. Conclusiones

En el segundo trimestre del año se vivió una tensa calma que sólo parecía anticipar los acontecimientos dramáticos del tercero. El problema en que se concentraron la mayoría de analistas y políticos fue, no sin motivo, el alza de las materias primas. Muy pocos, sin embargo, se dieron cuenta de que el problema se encontraba en que la política monetaria de la Fed estaba acabando con el dólar, por lo que se produjo una fuga hacia valores reales que sólo terminó cuando el Tesoro anunció oficialmente su intención de estabilizar su valor.

Cuestión distinta es que sea capaz de lograrlo en el futuro, cuando incluso el propio crédito del Tesoro se ponga en duda.

De momento, la contracción crediticia sigue su imparable curso, precisamente porque los Gobiernos se negaron a adoptar las políticas que podrían haber suavizado la crisis: a saber, una importante reducción del gasto público que abriera el camino a una mejora de la fiscalidad sobre el ahorro y una liberalización de los mercados de factores productivos.

En lugar de esto, pretendieron parchear la economía, fingiendo que estaban aportando grandes soluciones cuando, en realidad, estaban paralizados por su propia incomprensión de los acontecimientos. El lado más crudo de esta pasividad conservadora de un statu quo intervencionista se manifestará en toda su intensidad durante el tercer trimestre de 2008.

7. Bibliografía

BAWDEN, Tomy JAGGER, Suzy(2008). *Mortgagebondinsurers 'need \$200bn boost'*.

BERNANKE, Ben S (2008). *Reducing Preventable Mortgage Foreclosures*.

BLACKSTONE , Brian (2008). *The Wall Street Journal. Fed Relaxes Restrictions for J.P. Morgan-Bear Deal*.

BLOOMBERG (2008). *RegulatorsSpinPublictoBoost Fannie, Freddie*.

CRS (2008). *BearStearns: Crisis and "Rescue" for a MajorProviderofMortgage-RelatedProducts*.

FEDERAL RESERVE SYSTEM (2008). *Headsresearch at all federal reserve banks*

FMI (2008), *Global Risk Abril*.

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

IP, Greg (2008). *What Could the Fed Do?*

KELLY, Kate (2008). *Fed Races to Rescue Bear Stearns*.

KEOGH, Bryan (2008). *Junk Bond Defaults to Rise Fivefold, Moody's Says*.

KOPECKI (2008). *Dawn. Freddie Mac Accounting Cuts Losses By \$2.6 Billion*.

LUDWIG LACHMANN (1956). *Capital and its Structure*.

MBIA (2008). *MBIA Written Testimony and Appendices*.

PITMMAN, Mark (2008). *Moody's, S&PDeferCutson AAA Subprime, HidingLoss*

RALLO, Juan Ramón (2008), *Los precios de la vivienda y la burbuja inmobiliaria en España (1985-2007)*, Observatorio de Coyuntura Económica, Instituto Juan de Mariana.

RALLO, Juan Ramón (2008), *Boletín Octubre~Diciembre 2007*, Observatorio de Coyuntura Económica, Instituto Juan de Mariana.

RALLO, Juan Ramón (2008), *Boletín Julio~Septiembre 2007*, Observatorio de Coyuntura Económica, Instituto Juan de Mariana.

ROUBINI, Nouriel (2007). *Estimatesof \$1 trillion are now a floor, not a ceiling, forthelosses in thisfinancial crisis...*

SEBASTIÁN, SEBASTIAN (6 de Agosto 2008). *¿Qué explica la caída del precio del petróleo?* Público.es

SECURITY AND EXCHANGE COMMISSION (2008). *Sound Practices for Managing Liquidity in Banking Organizations*.

SHENN, Jody y PAULDEN (2008), *Pierre. Buyout CLOs May Be Used for Fed Loans, Analysts Say*.

TAYLOR, John B. y WILLIAMS, John C (2008). *A Black Swan In The Money Market, Federal Reserve of San Francisco*.

THE DEPARTMENT OF THE TREASURY (2007). *Financial Regulation Structure*

TIFFANY Kary (2008), *Bankruptcies Rise for Firms 'That Should Have Failed'*

TOGGLE, Bonds (2007). *Yet Another High Wire Act*.