

CEPREDE
Centro de Predicción Económica
Facultad CC.EE. y EE. Módulo E-XIV UAM
28049 Cantoblanco - Madrid. Teléf. y Fax: 91497 86 70
www.ceprede.es e-mail: info@ceprede.es

*Predicciones, alternativas
y riesgos*

Notas CEPREDE

El legado de la turbulencia subprime

Eduardo Barrera

- Antes de la crisis financiera el sistema financiero se convirtió en un mercado de riesgo.
- Las dificultades económicas permiten mejorar la eficiencia, aunque están provocando la concentración de los mercados.
- La crisis subprime forma parte de un proceso de dificultades estructurales a largo plazo de los países occidentales, quienes deberán adaptarse a un entorno competitivo global.
- Es necesario, más que mejorar, equilibrar las normativas financieras a nivel internacional.

Introducción

Una de las características más significativas de esta crisis ha sido su epicentro. La primera gran crisis del Siglo XXI, tiene su origen no en un país sudamericano o asiático en desarrollo, como sucediera con Argentina, México o Tailandia, sino en la primera potencia económica mundial desde el primer cuarto del siglo XX. Además, ha sido el resultado de un **sistema financiero que pone en contacto no a prestamistas y prestatarios, sino a agentes aversos al riesgo con agentes con afecto hacia el riesgo**; con lo que se han utilizado los mercados financieros como casas de apuestas (no se puede decir de otra manera) en las que unos trasladaban los riesgos hacia otros, independientemente de sus necesidades de liquidez y su estado patrimonial.

Europa ha acabado por sufrir los excesos de las entidades integradas en estos sistemas debido al aumento de las relaciones financieras entre las entidades a uno y otro lado del Atlántico, lo que pone de manifiesto la necesidad de igualar los sistemas de supervisión y las normativas a nivel global. Si en Europa los bancos están obligados a contener una parte del riesgo de impago cuando conceden una hipoteca, entonces las entidades impondrán unos criterios suficientes para garantizarse el cobro de los préstamos, pero si dirigen sus excesos de liquidez hacia la compra de hipotecas titulizadas en EEUU con unos criterios menos estrictos, terminarán por absorber unos activos con un riesgo muy superior al que estaban dispuestas a soportar.

Además, en EEUU han tenido y tienen el problema del exceso de falta de soberanía gubernamental. Mientras que en Europa, y en especial en la UEM, la capacidad de crear dinero reside en la Unión, a través del BCE y los bancos centrales, en EEUU es la FED, de propiedad privada e independiente del gobierno (sus decisiones no están sometidas ni al presidente ni a ningún organismo del gobierno), la que mantiene el monopolio de la creación de efectivo. Esto es herencia del sistema financiero inglés del siglo XVIII, cuyo banco central también era de propiedad privada. Prueba de esto es la diferencia entre la preocupación que tiene el BCE por el aumento de la inflación al aumentar la base monetaria, mientras que en EEUU la FED no ha tenido ningún problema para aumentarla.

Sin embargo, esta crisis solo es una turbulencia dentro de un proceso de transición mucho más profundo a nivel mundial. Las facilidades para la adquisición de vivienda y las facilidades de liquidez y acceso al crédito permitidas desde el año 2001 en EEUU únicamente han intensificado una crisis económica que se habría producido como consecuencia de la pérdida de competitividad de las economías desarrolladas frente a China, la India o Brasil y otros países asiáticos. EEUU y Europa intentan sobrevivir como paraísos del bienestar en un mundo basado en el comercio y no en el consumo interno.

La economía global se está aproximando hacia mercados cada vez más cercanos a la competencia perfecta, situación de mercado en la que no existen barreras de entrada para nuevos oferentes ni demandantes, se eliminan los costes de transacción y la información es casi perfecta (entre otras características). Esto se debe a lo que ya se conoce como la Revolución Tecnológica -González, F. (2010)-, que permite el acceso de oferentes y demandantes de cualquier parte del mundo a través de la red de internet, los cuales cuentan con información completa de los mercados, a la vez que se van reduciendo los costes de transacción por la reducción de barreras al comercio. Por tanto, los países deberán competir en los únicos supuestos que se están salvando de dicha revolución: la diferenciación de los productos (des-homogeneización de los bienes y los servicios), movilidad de factores de producción y bienes, y costes de transacción (costes derivados de la elección de una marca o compañía determinada).

España no estaría mal situada de cara a esta revolución, ya que la energía en la que se va a basar se obtendrá del viento, el sol y por el impulso del agua, mientras que en las revoluciones anteriores se basó en carbón y el petróleo, recursos de los que España no posee o posee poca calidad. Además, España cuenta con un nivel de infraestructuras muy avanzado y sus núcleos están muy bien conectados, como consecuencia de los planes públicos de infraestructuras de las últimas dos décadas (mejor movilidad de los factores de producción). Pero su competitividad exterior ha estado basada en sectores con ninguna movilidad, y diferenciados, pero con un atractivo menor que los de otros países, como son la construcción y el turismo.

La distribución de los riesgos

Durante la última década los sistemas financieros se han dedicado a trasladar los riesgos entre los agentes con independencia de sus necesidades de liquidez. Y esto ha terminado por afectar la solvencia de las economías nacionales.

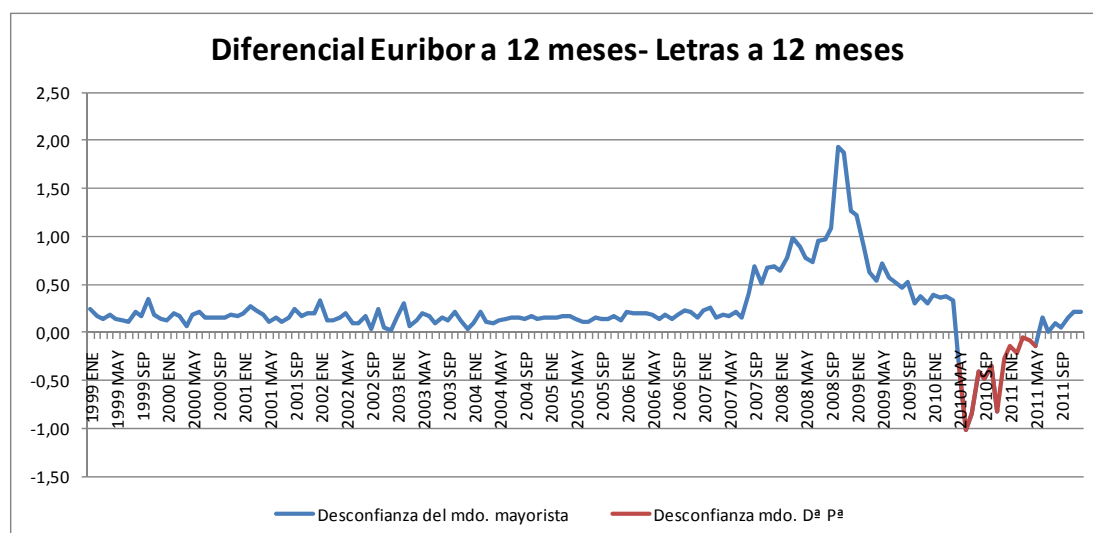


Gráfico 1. Diferencial entre el Euribor y las letras de cambio a 12 meses desde enero de 1999.

En el gráfico 1 se representa el diferencial entre el coste de obtener liquidez en el mercado interbancario y la deuda pública (libre de riesgo), lo que sirve como indicador de la desconfianza entre los bancos europeos desde la puesta en marcha del Euribor en 1999.

Como se observa la desconfianza se ha mantenido en niveles cercanos al entorno del 0,16 (su nivel medio) incluso durante las dificultades económicas de principios de la década, pero todo esto se alteró extraordinariamente después de que estallara la crisis financiera en Marzo de 2007 (los mercados se encontraban en la fase piramidal del ciclo –las bolsas seguían avanzando a pesar de que la banca ya estaba teniendo dificultades de liquidez-).

Unos meses después de que se destaparan las dificultades en EEUU comenzó a aumentar el Euribor extraordinariamente. En ese momento la desconfianza entre unos bancos y otros por saber cómo de expuestos podrían estar a la crisis subprime se desató y el pánico se apoderó del mercado mayorista de liquidez. En 2007 se pasó de una economía que crecía trasladando los riesgos incontroladamente a otra en la que los mercados quedaron cerrados o bloqueados. Los bancos, las aseguradoras, los fondos de inversión y todos los agentes con posiciones en los mercados intentaron transformar sus activos en liquidez, o lo que es lo mismo, conseguir el activo con menor riesgo posible, lo que contribuyó a que el oro y las materias primas iniciaran el proceso de apreciación que aún se mantiene en 2010.

De crisis de riesgo a crisis de liquidez

Pasado el ecuador de 2008 las dificultades para conseguir liquidez y hacer frente al pago de sus deudas terminaron por desembocar en la quiebra de Lehman Brothers (15 de Septiembre de 2008) y posteriormente de Merrill Lynch, además de otros 140 bancos estadounidenses de menor tamaño. En Europa los mercados interbancarios quedaron fuera de control, con el consiguiente incremento del Euribor, que hizo que la desconfianza llegara a alcanzar el que ha sido su máximo nivel histórico de 1,92, casi ocho veces su nivel medio (12 veces si tenemos en cuenta el nivel medio previo a Marzo de 2007).

La crisis de la economía real

El incremento del precio del dinero colapsó la burbuja inmobiliaria (porque es el tipo de referencia para la mayoría de los contratos con garantía inmobiliaria). Con la contracción del mercado inmobiliario y del sector de la construcción los países dependientes cuyos crecimientos estaban basados en estos sectores comenzaron a generar desempleo, lo que agravó la crisis al aumentar los gastos del estado a la vez que reducía los ingresos dependientes de la actividad; mientras que la contracción del consumo provocó la caída de los ingresos empresariales, con el consiguiente aumento del paro y del número de quiebras, lo que a su vez hizo disminuir los salarios e incrementar la morosidad, agravando la situación bancaria.

La crisis del sector público

En este momento, los bancos centrales intervinieron en los mercados interbancarios y en las entidades en dificultades, inundando los mercados de liquidez. Este aumento de la base monetaria se respaldó mediante la emisión de bonos “del estado” emitidos a tipos de interés cercanos al 0%. Aquí nos encontramos con una grave contradicción de un sistema estadounidense, ya que la FED, ente privado, ha conseguido unas ganancias colosales con el monopolio de emisión de dinero, al prestar dinero a la banca respaldándolo por unos bonos a tipos de interés nulos (la FED no ha sufrido coste por prestar liquidez, los intereses han ido directamente a su cuenta de resultados sin pasar por sus acreedores). Y lo que aún es peor, en Enero de 2010 los tipos de interés pasaron a ser negativos cuando los agentes percibieron que existía riesgo de una segunda recesión con el nuevo año sin haberse eliminado las tensiones de los mercados. Es decir, la FED obtuvo rendimientos por conservar el valor de los agentes que les compraban su deuda a la vez que prestaba la liquidez que estos le proveían a entidades en dificultades a cambio de un tipo de interés.

Por su parte, el BCE implantó las medidas no convencionales de liquidez para evitar las quiebras del sector bancario, lo que se justifica por el interés común por evitar que desapareciera un sector estratégico. Paralelamente, los ciudadanos estaban retirando sus depósitos y convirtiéndolos en dinero (para evacuar riesgo), lo que provocó la reacción de los gobiernos europeos, quienes garantizaron los depósitos de los ciudadanos (aún sin tener fondos para realmente cubrirlos), para evitar correrías de liquidez.

Con las primeras intervenciones el riesgo comenzó a ser incorporado al sector público, lo que permitió al Euribor ceder hasta alcanzar su mínimo histórico en Marzo de 2010 (1,215%). El riesgo se estaba trasladando en esos momentos del sector privado al público, e, incluso más que el riesgo, las pérdidas. Con los mercados inundándose de liquidez procedente tanto de fondos públicos como de ampliaciones de capital, los agentes económicos perdían la confianza en el valor de las principales divisas, como el dólar y el euro, lo que se tradujo en una crisis mundial. Al perder la confianza en el valor de las divisas aumentó la demanda de oro, el cual ha alcanzado precios récord durante la crisis financiera. Los bancos centrales se vieron obligados a adquirir oro con el que respaldar las emisiones de deuda en los mercados internacionales, lo que ha derivado en la crisis de la guerra de divisas.

Mundialización de la crisis

Ante la falta de recursos, los estados con situaciones financieras desequilibradas podían terminar por quebrar, situación de Grecia a mediados de 2010, y más tarde de Irlanda a finales del mismo año (además de Islandia y Hungría fuera del Euro); lo que hizo que el indicador de desconfianza se situara por primera vez en la historia en terreno negativo. La escasez de oro provocó la intervención en los planes de rescate del FMI, que se dedicó a reforzar las reservas de los bancos centrales otorgándoles Derechos Especiales de Giro (DEG).

Un DEG era equivalente a 0,888 gramos de oro fino en el momento de su creación, pero para desvincular este activo de las reservas de oro se equiparó a una cesta que contiene un montante de las principales divisas mundiales (dólar, euro, libra y yen). Los países miembro del FMI reciben una asignación de DEG y unas tenencias, de tal forma que si las tenencias superan las asignaciones devengarán intereses, o pagará intereses en el caso contrario. España, al igual que el resto de países de la Eurozona, ha estado aumentando sus reservas hasta el punto de que las ha doblado durante los últimos dos años, como puede observarse en el gráfico a continuación.

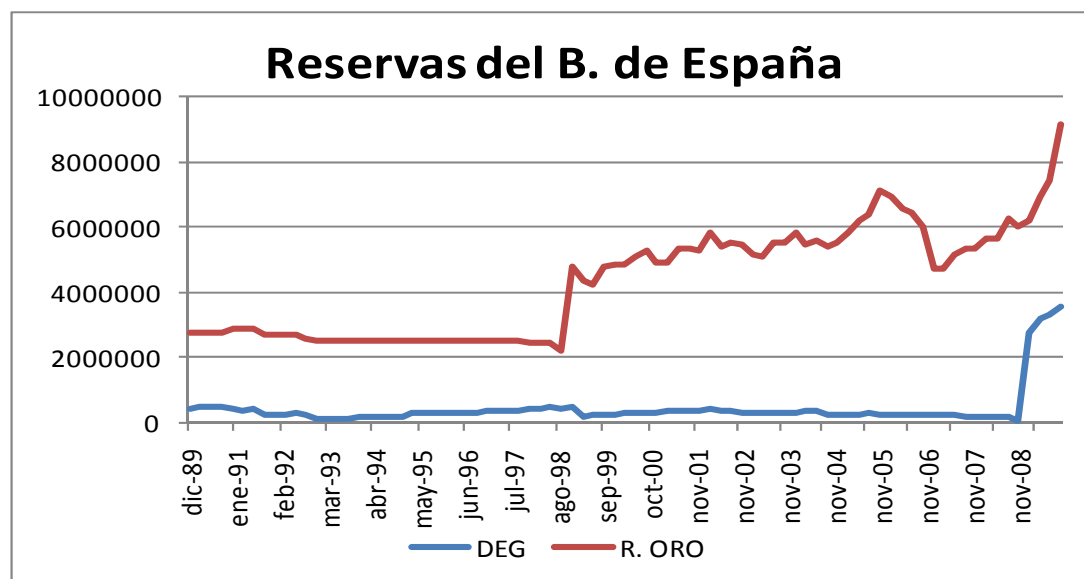


Gráfico 2. Reservas del Banco de España en Oro y Derechos Especiales de Giro.

Ante las dificultades para conseguir oro los bancos han cambiado las reservas a DEG, que ya suponen casi el 42% de las reservas del BDE en Junio de 2010 (UDD). Y, como vemos en el gráfico 2, España ha alcanzado sus máximas tenencias de reservas.

La fase previa a la recuperación

Actualmente, los bancos siguen necesitando liquidez, ya que deberán devolver los fondos otorgados por el estado. El sistema financiero deberá hacer frente a vencimientos de deuda por valor de casi 100.000 millones en 2011 (más de 27 mil millones el Santander, más de 18 mil millones el BBVA, unos 10,5 mil millones Caja Madrid y 45 mil millones más entre el resto de bancos y cajas de ahorros), por lo que están buscando fondos por medio de depósitos. Las entidades están ofreciendo cada vez mayores rendimientos para competir con el resto de bancos; lo que a su vez está compitiendo con las emisiones de deuda del estado, lo que ha llevado a las administraciones públicas a elevar los tipos de interés de su deuda (como los bonos emitidos en Noviembre por la Generalitat al 4,75%, interés que supera cualquier rendimiento anterior a la crisis económica).

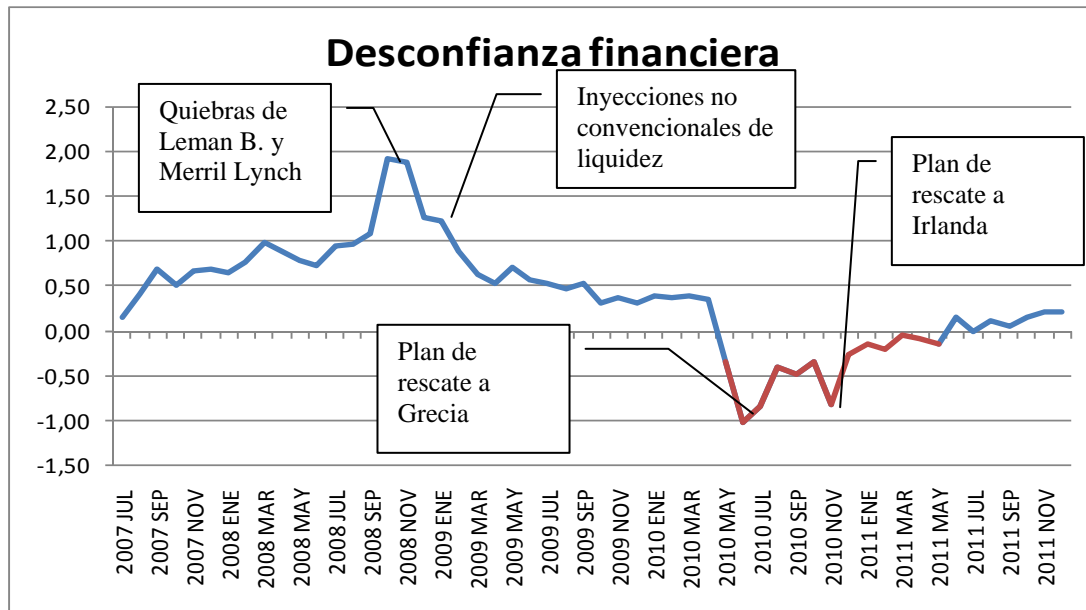


Gráfico 3. Diferencial entre el Euribor y las letras de cambio a 12 meses desde Marzo de 2007.

Para 2011 no se espera que se vaya a producir una quiebra ni en Portugal (el gobierno luso ya desmintió las presiones de Alemania y Francia para aceptar un plan de rescate y está registrando una evolución mejor de lo esperado en cuanto a ingresos y gastos) ni en España, paralela a un aumento de las tensiones en los mercados interbancarios por la guerra de pasivos, lo que permitirá la recuperación del Euribor y el retorno del indicador de desconfianza al terreno positivo. Además, a medida que los bancos vayan devolviendo los fondos prestados irán recuperando el riesgo que cedieron al estado, con lo que regresaremos a una situación similar a la existente cuando se desató el pánico; según la cual los bancos deberán sufrir las pérdidas inmobiliarias sin ayudas públicas, e intentarán evitar el riesgo aumentando sus posiciones de liquidez.

Las agencias de rating serán el origen de la inestabilidad en los mercados por los cambios de rating, que, como ya avisó el FMI, están incrementando la volatilidad en los mercados financieros con unos cambios de rating muy cíclicos. Es decir, el indicador de desconfianza financiera, al igual que las primas de riesgo, estarán sometidas a movimientos a corto plazo impredecibles, aunque se espera que se estabilicen hacia mediados de año.

La recuperación

Lo que queda por superar es una crisis de la economía real, ya que no existe falta de liquidez ni escasez de crédito en España. El deterioro de la riqueza financiera de los agentes económicos es el causante de la falta de acceso al crédito, puesto que las condiciones que las entidades financieras imponen para el acceso al crédito han ido siendo más fáciles desde aproximadamente el segundo cuarto de 2009, de lo que se deduce que, si los bancos no están imponiendo criterios más exigentes para la concesión de préstamos, significa que son los prestatarios los que no cumplen con los requisitos para ello. Esto se

debe a la falta de ingresos por el desempleo y las pérdidas patrimoniales derivadas de las contracciones de los mercados financieros. De hecho España es el país donde los bancos han prestado un mayor volumen de fondos a empresas de Europa (y la tercera en préstamos a familias), con más de 930 mil millones (un 1,4% menos que en 2009).

Por otro lado, la competencia entre las entidades por atraer depósitos encarecerá los préstamos en el futuro al mantener los márgenes de intermediación, aunque si el proceso de desintermediación bancaria profundiza no se transmitirán estos costes por completo. La guerra de depósitos ha hecho que la Caixa haya anunciado depósitos a un interés de entre el 4,5 y el 5% a un año, muy por encima de los rendimientos del tesoro al mismo plazo. Teniendo en cuenta que el riesgo de impago público es actualmente mayor que el privado (los activos sin riesgo son los privados), la capacidad para atraer el ahorro del tesoro estará muy condicionada, lo que debería de favorecer la inversión privada.

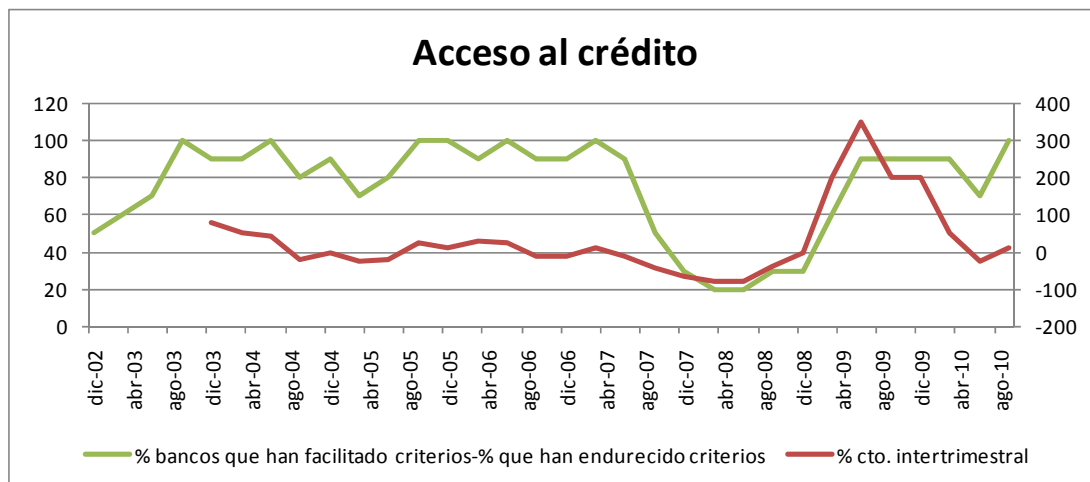


Gráfico 4. Evolución de las condiciones de acceso al crédito.

En consecuencia, en adelante es necesaria la recuperación de la economía real que permita profundizar en la recuperación financiera, lo que será un proceso lento, especialmente si las autoridades europeas mantienen el plan de mejora competitiva.

A estas dificultades se añaden ciertas contradicciones a nivel europeo. El objetivo de formar un espacio económico único es el de fomentar la cohesión dentro del continente y aprovechar sinergias comerciales que permitan el crecimiento europeo. Sin embargo, la estrategia económica de la UEM está fomentando un crecimiento económico en sectores muy competitivos. En este sentido surge la contradicción entre mantener ayudas a sectores como el del carbón y exigir a los países que reciben estas ayudas que aumenten su capacidad comercial. Europa debería de encargarse de espolear los sectores en los que se va a basar la Revolución Tecnológica, lo que está evitando al estar bajo una situación de alto desempleo. Además, en Europa no se ha desarrollado la cultura del riesgo como en EEUU, donde la mayoría de las principales 20 compañías han sido sustituidas por otras nuevas, a diferencia de Europa.

Pero la última etapa de la crisis actual (hasta 2013) no va a ser un simple proceso de recuperación. Aún permanece cierto exceso de capacidad instalada horizontal (para todos los sectores) que debe eliminarse o ser absorbido. Se están produciendo procesos de concentración en el sector bancario (más intensamente entre las cajas), el de la publicidad (en el que se había aumentado la competencia con el aumento del número de cadenas de televisión), y la construcción principalmente; aunque en el sector eléctrico se han detenido las adquisiciones debido a las altas necesidades de capital que implican en un momento de más difícil acceso al endeudamiento.

A partir de 2012 la recuperación de la actividad permitirá que los beneficios empresariales hagan lo propio, lo que fomentará la creación de empleo. Hasta entonces, la debilidad del crecimiento está generando una alta volatilidad en los precios, por lo que los precios en España y Portugal se desacelerarán a principios de año, desde el dato cercano al 3,0% de Diciembre 2010. Los establecimientos han programado mantener el tiempo de rebajas hasta el final de Marzo a causa de esto

y de la falta de recuperación del consumo.

A nivel internacional destaca la subida del precio del Brent, que aprovecha cada retroceso del euro para avanzar, habiendo superado los 95 dólares por barril incluso sin estar viviendo un periodo de fuerte recuperación. Se avecina una nueva crisis del petróleo que obligaría a profundizar en la Revolución Tecnológica para encontrar fuentes de energía más baratas.

En cuanto a las reformas financieras, el indicador de desconfianza nos muestra que se hace necesaria la creación de organismos internacionales de competencia que eviten monopolios en la creación de divisas de uso internacional y la equiparación de las normativas financieras globales.