

# Viaje al centro de la crisis

Viajar en el espacio es todo un privilegio, y viajar por el tiempo una obligación. Tenemos muchos billetes, tantos como librerías, solo debemos coger el nuestro, tener un poco de paciencia y observar con mente abierta. Veremos muchas cosas, entre otras podremos darnos cuenta como el mundo no lo hemos inventado hoy, y que al igual que la moda, muchas circunstancias pasadas calientan banquillo para volver a ocurrir. Hagamos un poco de turismo económico.

Corría un caluroso día de julio de 1927 cuando una serie de notables e ilustres banqueros, de esos de sombrero de copa, puro en la mano y monóculo en el corazón, decidieron reunirse en un majestuoso lugar. Corrían las risas, las buenas palabras, también los momentos incómodos, esos momentos de silencio, de pausas de segundos que parecen durar horas, todo con un fin, y menudo fin. La reunión tiene lugar hoy, pero empezó a gestarse años atrás.

Remontémonos, por una serie de desastrosas situaciones, Reino Unido se enfrentaba a una dolorosa situación de solvencia que generaba a su vez un turbulento movimiento social en sus calles. 9 días de huelga general, entre el 4 y el 13 de mayo de 1926 convocado por los sindicatos británicos con un eslogan claro, impedir un empeoramiento de las condiciones laborales de los mineros (ni que decir queda del papel fundamental de la industria y del mineral del carbón en la I Guerra Mundial y de su situación en época de paz). Las soluciones políticas, difíciles, la elegida, más que discutible a ojos de la historia.

En lugar de una corrección a la baja, permitiendo la competitividad perdida (por muchos factores) se presionó a los banqueros a fin de propiciar crédito barato que elevara la demanda (incentivar la demanda interna, que de algo nos suena en estos tiempos). Dicha operación puso en serios problemas a los bancos británicos, los cuales debieron pedir a su vez prestado a otros bancos, concretamente franceses y alemanes. Cabe recordar, que, por aquel entonces, el dinero era una representación del oro de las naciones (un patrón oro, con ciertas salvedades), por lo que, en última instancia, los acreedores podrían reclamar sus deudas no en moneda local (en caso de que estas no les ofrecieran la confianza suficiente), sino en oro. ¿Qué ocurrió? Lo que tenía que ocurrir, una pérdida generalizada de la confianza en la moneda que solo se podía solucionar elevando el tipo de interés (endureciendo el acceso al crédito) con, como hemos visto, no contando con el visto bueno de políticos y sindicatos que necesitaban que la fiesta no terminase.

Como en innumerables ocasiones, quedaba un último chute que darle al balón para que este no parase de rodar, o como destacó en la reunión de ese caluroso día de julio el notable banquero anfitrión, darle a la economía “un último golpe de whiskey”, pero como en la vida real, uno debe decidir si parar de beber y enfrentar una gran resaca o morir de cirrosis.

Dicho y hecho, llegó el día, auspiciado por Montagu Norman (gobernador del Banco de Inglaterra), Benjamin Strong (presidente de la FED, el Banco Central de Estados Unidos, nuestro notable anfitrión) reunió a los banqueros más importantes en Long Island, con una consigna, no dejar caer la economía británica (básicamente no exigir la

convertibilidad en oro de sus deudas). Francia y Alemania no cedieron, y solo quedaría un aliado, la FED, que se comprometió a un crédito barato, elevando la liquidez y la facilidad de endeudarse ayudando a su aliado inglés.

A nuestro banquero anfitrión, esta circunstancia no le quedaba ni lejos, ni desconocida, incluso parece que, aunque no se lo hubiese pedido su gran amigo y aliado Norman, lo hubiese puesto en marcha por sí mismo. Strong, de manera colateral le daría un nuevo impulso a su mercado que, como ya ocurrió en EE. UU anteriormente (concretamente en los inicios de los “felices años 20”) con un mercado al calor de dichas políticas “expansivas”. Pues dicho y hecho, monóculo, copa y puro en la mano, dicha reunión se saldó con un crédito de 12 millones de libras en oro, con los que hacer Inglaterra frente a sus desaguisados internos (¿qué nombre tiene aquel sistema que paga a los salientes gracias a las aportaciones de sus entrantes?).

El resto es historia, aunque no toda la historia se conoce con el mismo entusiasmo. Previo al crack del 29 y a la gran depresión que le siguió, en 1926 estalló una burbuja inmobiliaria, fruto entre muchas circunstancias, de un crédito que fluyó y del incremento manera alarmante la oferta monetaria (dinero en circulación, depósitos que pasaron de 28.270 millones de \$ en 1924 a más de 47.000 millones solo unos años después), dinero que terminó en el circuito financiero e inmobiliario (bonos, acciones e hipotecas). El crecimiento de las bolsas (y posterior desplome) es bien sabido, pero no el crecimiento del sector inmobiliario que no respondía en modo alguno al crecimiento vegetativo de la población, la cuales, estimaban que, solo con los inmuebles construidos en los años 20, no se llegarían a ocupar todos hasta bien entrados los años 60 en determinados lugares. Cabe recordar que, una parte significativa de los ingresos municipales (en algunos casos hasta el 80%) provenían de la fiebre inmobiliaria (impuestos, tasas...).

Pero, ¿la historia se repite? Muy tozuda parece que es, y, en innumerables casos, observamos con perplejidad muchas similitudes. Viajemos casi 100 años después, para ver dónde estamos, o mejor, de dónde venimos.

Viajamos ahora al verano 2019, y nos encontramos en Jackson Hole, un plácido lugar rodeado de naturaleza en el corazón del Estado de Wyoming. Ahora los notables banqueros y banqueras, no se reúnen con sombrero de copa y monóculo en el corazón, lo del puro no podemos ni confirmar, ni desmentir. Allí, un banquero con nombre de Power Ranger, de pelo blanco y corbata ajustada decide, en un intento de que el balón no deje de rodar, seguir dándole patadas hacia delante, o como diría Strong en 1927, “la última y nos vamos”, pero, ¿qué ocurría en 2019? Pues sencillamente ocurría lo que no necesitábamos en 2020.

La crisis sanitaria del COVID-19 ha puesto en jaque, además de los sistemas sanitarios, a las economías mundiales. Del primero se ha hablado largo y tendido, y no queda otra que alabar el papel individual de los sanitarios al tiempo que optimizar el sistema para que no vuelva a ocurrir algo así, sin complacencia, pues se ha demostrado que, ante un mismo e idéntico problema originado de manera simultánea (en un mismo espacio de tiempo), no todos los sistemas sanitarios han podido afrontar el problema con el mismo éxito. A nivel económico, no es un sector, ni dos, ni un país, es todo. Sectores enteros (automoción, aeronáutico, hostelero, turismo...) y países enteros (China, EE.UU,

España, Italia...). Sin duda se acercan momentos de gran tensión, pero, ¿es todo provocado por la COVID-19? Viajemos a datosland, fecha, 2019.

- **Primera parada, Estación de Deuda Pública:** Aunque lo particularicemos para el caso de España, es similar en la inmensa mayoría de países de nuestro entorno. En el inicio de la crisis de 2008, la deuda de España respecto el PIB era inferior al 40%. Es decir, respecto el valor en euros del 100% de todos los productos y servicios producidos en España, el montante de deuda representaba un 40%. Actualmente ronda el 100% de la misma. Eso en términos relativos, en términos absolutos:

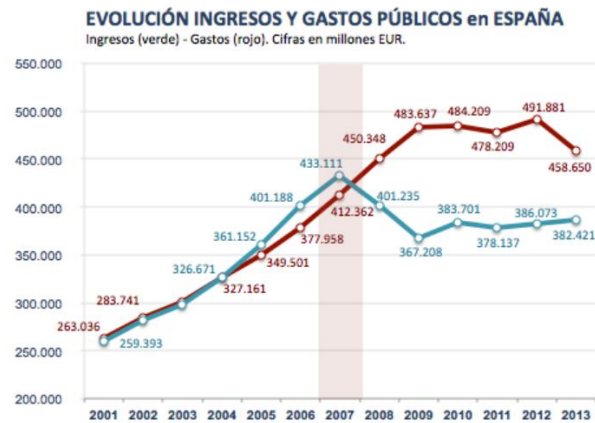
**-Deuda en 2007:** 383.788 millones de euros (383.788.000.000 €)

**-Deuda en 2020:** 1,22 Billones de euros (1.224.161.000.000 €)

En este respecto debemos detenernos brevemente a observar varios monumentos. En 2007 explotaron simultáneamente tres burbujas como bien explica el economista Juan Ramón Rallo, a saber, burbuja financiera, burbuja inmobiliaria, burbuja de ingresos (y gasto) público.

- **Monumento 1- Burbuja financiera:** Con la crisis económica vivida en la época del 2000 (conocida como crisis “de las punto com” y demás acontecimientos vividos en dichos momentos como la caída de las torres gemelas), se realizaron enormes esfuerzos por mantener la economía y relanzarla. A saber; bajadas de tipos de interés e inyecciones de liquidez.
- **Monumento 2-Burbuja Inmobiliaria:** Sin entrar en materia, las llamadas políticas expansivas promueven el endeudamiento y la huida hacia activos “de riesgo”. Dichas políticas entraron de lleno en la economía española, bajo el pretexto del “ladrillo nunca baja” y “total, si me va mal la cosa, lo vendo y encima me gano un dinerillo”. Entidades financieras luchaban por ver cuál ofrecía mejores condiciones de hipoteca, financiando no solo el 100% del inmueble sino, además, dinero para el coche y las vacaciones “todo un chollo”. Pero un día se descubre la trampa y todo cae como un castillo de naipes.
- **Monumento 3-Burbuja de ingresos (y gasto público):** Todo ese movimiento generó enormes ingresos públicos, masivas contrataciones (más de 1,5 millones de contrataciones directas en la construcción que aumentaban, entre otros: IRPF, Seguridad Social) compras de mercaderías (IVA) ganancias de sectores inmobiliarios y afines (Impuesto de Sociedades), Construcciones (Impuestos a la Construcción) así como toda la actividad auxiliar (mejor renta, mejores vehículos, mejores vacaciones...). Toda una visión (artificial) de riqueza generalizada que hinchó las arcas públicas hasta límites nunca vistos y, del mismo modo, se aumentó el gasto hasta límites tampoco vistos. Mucho de ese gasto no era gasto puntual sino gasto estructural lo que, con una caída masiva de los ingresos empresariales, que derivaron en una caída masiva de ingresos estatales, generó un aumento masivo del endeudamiento. Para hacernos una idea, en 2007 se ingresaba 174 mil millones más que solo 6 años antes y también se gastó 149 mil millones más (gasto que siguió creciendo e ingresos que cayeron en picado). Para hacernos

una idea de la magnitud de la cifra, todo el recorte de gasto presupuestario ACUMULADO desde 2009 (año en el que empiezan los recortes/ajustes presupuestarios) hasta 2016 (en 2017 comienza de nuevo a incrementarse el gasto público) no supera los 21 mil millones de euros. Cuando pinchó la burbuja inmobiliaria y pincharon los ingresos estatales, se acumularon desequilibrios estructurales disparando la deuda del estado.



Evolución ingresos públicos vs gasto público

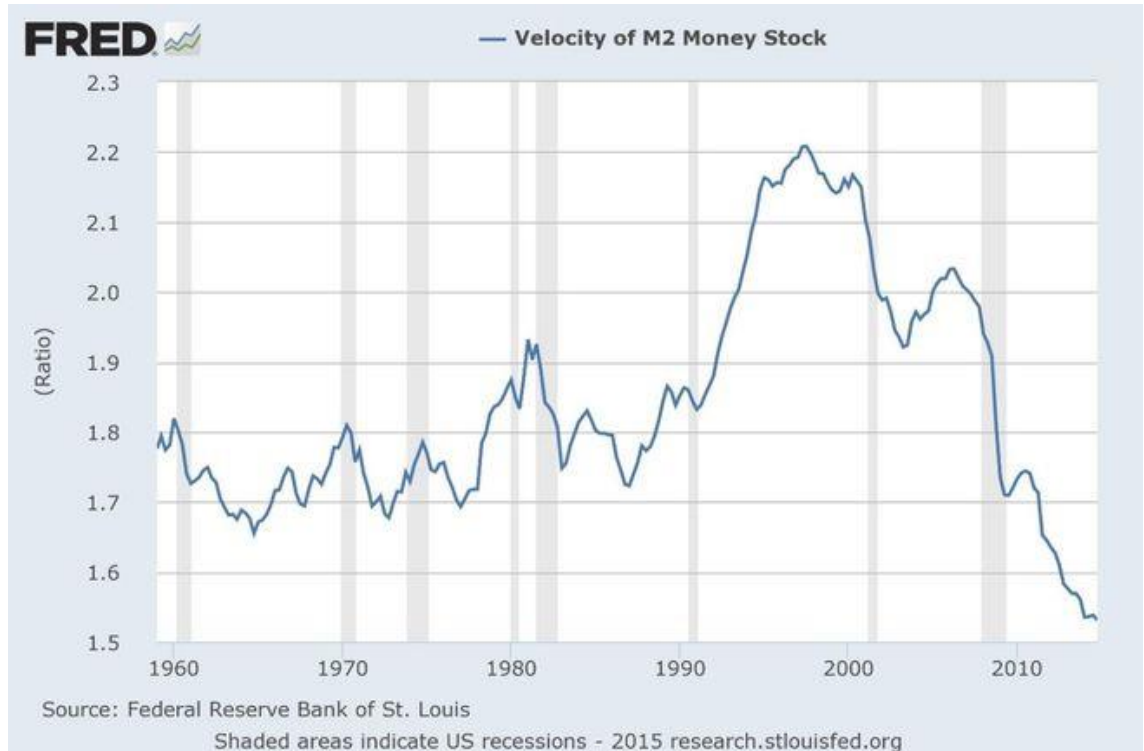
- Segunda Parada: Alta tasa de paro:** Este es un síntoma muy particular del caso español. En el inicio de la crisis de 2008, la tasa de paro en España era de 8,57%. La tasa de paro de España en 2019 era de 14,23%. En términos absolutos, previa a la crisis de 2008, había entorno a los 2 millones de desempleados y, en 2019, cerca de 3.2 millones. Afrontar una nueva crisis partiendo de una parte de la población (tan importante) sin empleo, es afrontarla con una (posible) mayor contracción del consumo y por ende, de la actividad económica en su conjunto.

A nivel global, ¿de dónde venimos?

- Tercera Parada: Incremento de los Planes de Estímulo:** Sin duda, una consecuencia de los periodos de alta liquidez (QE) y bajos tipos de interés la efervescencia y activación de activos que, dentro de una cierta apariencia de seguridad, puedan aportar un cierto retorno, como indica el economista Daniel Lacalle “las burbujas siempre se dan en activos aparentemente seguros”. Si recordamos lo ocurrido en 1929, días previos a la gran caída, algunos índices cotizaban en máximos.

Durante este tiempo hemos visto como el precio del oro se ha disparado al tiempo que los bajos tipos de interés y la demanda por parte de los Bancos Centrales ha bajado de manera muy significativa las primas de emisión (vemos como países se financian a tipos negativos, o, lo que es lo mismo, cobran por pedir dinero prestado en lugar de pagar interés por el dinero recibido). También se observa una clara alza de los precios de las acciones empresariales (sobre todo de los índices no bancarizados (bajos tipos de interés = bajos ingresos por el margen de intermediación) como, generalmente los europeos). En este sentido, podemos introducir el concepto de la velocidad del dinero, la cual, de manera prolongada ha ido disminuyendo siendo indicador de, entre otros, que dicha oferta monetaria (“dinero”) no acaba llegando a la reactivación de la

economía real.



Velocidad del dinero

- **Tercera Parada: La Curva de Tipos:**

El 14 de agosto de 2019 la curva de tipos se invirtió. Esta pudiera ser una cuestión muy técnica a nivel “macroeconómico” y la lectura de dicha cuestión tiene grandes consecuencias en la economía mundial y evidentemente, en la española. Mientras los analistas miraban con recelo cómo esta se iba aplanando, las alarmas terminaron saltando con el desenlace. La curva de tipos (fundamentalmente del rendimiento de los bonos a corto plazo versus los rendimientos a largo plazo de la deuda de Estados Unidos) viene a representar cómo es la diferencia entre financiarse a corto plazo y a largo plazo. En el corto plazo es habitual que la financiación sea más barata (menor tipo de interés) que en el largo plazo. Esto puede tener su explicación en la lógica del pensar que, si hemos sido candidatos a recibir una financiación hoy, se asume que las circunstancias que nos rodean no deban cambiar de manera excesiva en un espacio corto de tiempo, por lo que, si hoy somos solventes, mañana seguiremos siéndolo. Siguiendo ese argumento, a largo plazo hay más variables que pueden influir en nuestra capacidad de solvencia por lo que el riesgo de no poder devolver el dinero prestado será mayor y se nos exigirá un interés mayor. Eso es lo normal, o lo habitual. En determinadas circunstancias, (hasta ahora a todas y a cada le ha seguido una contracción económica importante), el rendimiento cambia, por lo que es más económico financiarse a largo plazo que hacerlo en el corto.

Esto puede deberse a varios motivos, que de manera separada o simultánea producen dicho efecto. Una razón puede ser que, a ojos de la comunidad inversora y económica, en el corto plazo puedan venir tiempos complicados, lo que produce que, de manera generalizada, prefieran invertir más a largo plazo, ya que se sienten más cómodos y, dicha acumulación de capital a largo plazo aumente la oferta. Mayor oferta acumulada provoca irremediablemente que baje

el precio y deban aceptar un menor interés.

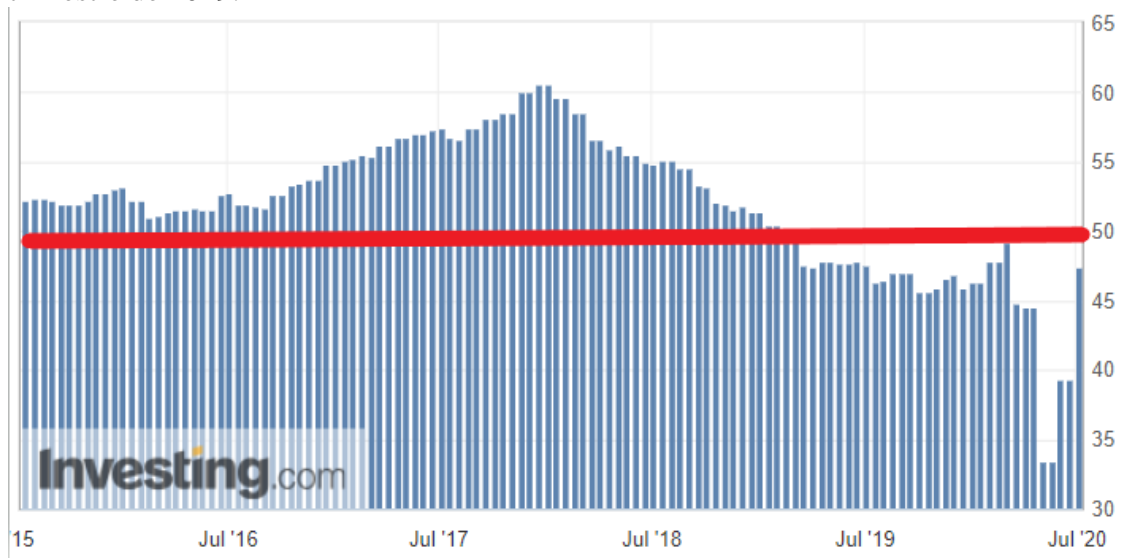
Una segunda razón pueda deberse a que, de manera generalizada, los planes financieros pasados y los motivos por los que fueron solicitados grandes sumas de capital, no se estén cumpliendo obligando a muchas entidades a solicitar de manera urgente refinanciación de dichos posibles impagos. Por ejemplo, si un país se endeuda a largo plazo en el año 2000 (bonos a 20 años), intuyendo que los planes de recaudación de impuestos lograrán obtener solvencia suficiente para devolver los préstamos solicitados de manera cómoda y, en lugar de obtener una mayor recaudación obtienen una menor recaudación que la planteada (por ejemplo, por una contracción de la actividad económica), deberán refinanciar de manera urgente los planes de vencimientos de dichos bonos.



Sin entrar en mayor detalle, bien merece un análisis de cómo la reserva fraccionaria y el descalce en plazos del sector financiero puede o ha podido contribuir a una circunstancia como la que se ha venido dando, incluso poner en el centro de dicho debate el papel de la moneda fiat como catalizador de los actuales ciclos económicos.

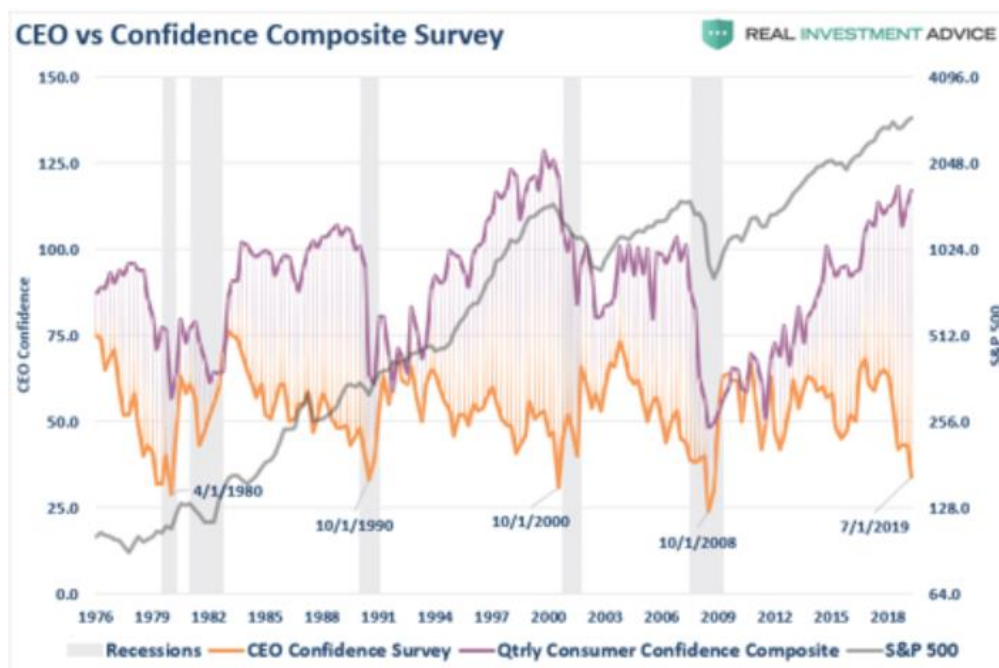
- **Cuarta Parada.: Bajos tasas de crecimiento:** Antes del Coronavirus ya las diferentes economías venían mostrando una ralentización importante (y preocupante). Desde China que nos tenía acostumbrados en los años 2003-2010 a tasas de crecimiento de dos dígitos, no ha parado de bajar hasta situarse en el crecimiento más bajo desde 1990. Estados Unidos frenó su crecimiento experimentado desde 2016 para llegar a un crecimiento del 2.3%. Importante también (y alarmante) fue la evolución del crecimiento de Alemania, que salvó de entrar en recesión en 2019 por la mínima, cerrando el año con un último trimestre de crecimiento negativo (similares datos para Francia e Italia con crecimiento muy pobre para el conjunto de la UE). Preocupantes los datos de Japón, que cerraron 2019 con una caída del 1.9% (anualizado sería de más del 7%). Hablamos de datos pobres e incluso negativos de las principales economías del mundo, las más exportadoras y las más consumidoras, y todo antes de la llegada del COVID-19.
- **Quinta Parada: Caída generalizada en los PMI:** El PMI es un índice, elaborado por la empresa Markit. Se utiliza como indicado al ser una encuesta mensual realizada a las empresas más representativas de cada sector. Representa la fortaleza o debilidad de una economía en base a los datos recabados en materia de producción, nuevos pedidos, precio y ocupación que son las preguntas que se

realizan a cada una de las empresas. Un índice por encima de 50 significa que la economía está en expansión, inferior a 50 significa que está en contracción (muy por debajo bien podrían indicar el inicio de una recesión). Son datos que se publican de manera periódica, mensualmente, y pronostican el devenir de la economía por ser las empresas las primeras en recibir el sentir del mercado. En la zona euro, desde febrero de 2019 está por debajo de 50 (mostrado en la imagen siguiente). En China desde finales de 2018 presenta datos por debajo de 50. Igual para Estados Unidos, con PMI's por debajo de 50 desde el tercer trimestre de 2019.



- Parada Extra: Confianza de los CEOs:** Otro indicador muy interesante es el índice de confianza de los CEO's (Directores Generales) de las principales empresas. Estos, suelen advertir antes que el mercado, dificultades económicas. Ante una bajada significativa de la confianza de los CEOs, le sigue una crisis económica. En 2019 los niveles de confianza bajaron hasta niveles cercanos a los previos de anteriores crisis económicas. Estos datos, pueden contrastarse con la confianza que tienen y expresan los consumidores. Lo interesante del mismo es que, de manera generalizada, cuando difieren significativamente las expectativas de ambos grupos (los CEOs son muy pesimistas mientras que los consumidores son muy optimistas) le ha seguido una gran turbulencia económica. 2019 fue un año donde la diferencia ha sido muy significativa hasta el punto de encontrarnos con una de las diferencias más grandes vista hasta ahora. Esto evidencia, en parte, esa falsa sensación de “nadie lo vio venir”, “si hace unos meses todo el mundo consumía y nadie se quejaba”.





Toca volver de nuestro viaje, analizar lo vivido y actuar conforme creamos más oportuno. ¿Qué hemos aprendido? Entre otras que, así como en 1929 no se vivió una causa, sino una consecuencia de lo acontecido los años previos (crédito barato, alta liquidez, aumento de la oferta monetaria, arreglar desequilibrios económicos añadiendo otros desequilibrios), en la época actual estamos experimentando poco a poco dichas consecuencias de las causas acumuladas más si cabe, acelerado por una crisis sanitaria sin precedentes (o sí, pero no en la historia reciente).

Hemos vivido el inicio y pinchazo de una burbuja financiera e inmobiliaria, y, al igual que en 1926, hemos visto como se han aplicado medidas monetarias y financieras similares a lo vivido en dicha situación, con bajadas de tipo de interés (llegando a negativo, o lo que es lo mismo, pagar por dejar dinero prestado). De 1926 a 1929, las bolsas experimentaron una subida espectacular, incluso hasta el último día, con acciones que bordeaban y superaban sus máximos históricos (¿nos recuerda en algo a los máximos históricos en los que se encuentran actualmente las bolsas, en medio de la mayor crisis económico-sanitaria que se recuerda?), muchos medios se hacían eco de esta circunstancia sorprendidos (bien cabría incorporar aquí el análisis de CEOs vs Legos descrito anteriormente). 2020 está siendo un año difícil y duro, y lo que venga después puede ser más duro aun, como bien se detalla en el blog de [unidema](#).



NEW YORK, SATURDAY, AUGUST 24, 1929.

## **Stock Market Goes Up, Surprising Wall Street; Brokers' Loans at Peak Had Indicated a Drop**

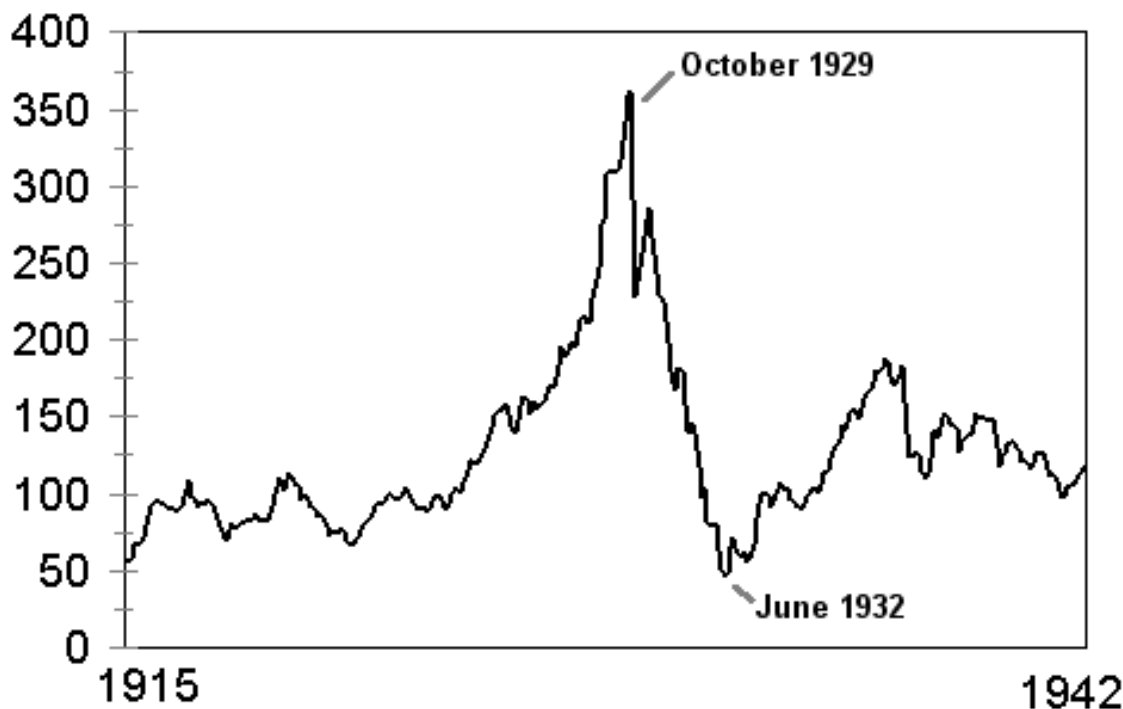
Braced for a sharp decline in the stock market, as was expected in view of an expansion of \$133,000,000 in brokers' loans, Wall Street was surprised to find stocks from 2 to 7 points up at the opening yesterday. With the market taking this obstacle so easily, buyers in all parts of the country hurried to "get aboard," and before the day was over trading had developed into a swift, disorderly market in which stocks mounted higher, in many cases the maximums representing the highest prices at which the stocks had ever sold.

Not in recent months has the speculative flame now sweeping the

the first quotations, hoping thus to pick up some cheap shares. This was sensed early by the bull pools and banking interests eager to put stocks higher, and instead of a decline, as expected, there was competitive bidding for stocks at the opening. Long strings of Steel, Bethlehem, Montgomery Ward, Radio and Westinghouse came out on the tape at mounting quotations, and the market was off on one of its familiar flights.

There are five principal factors in the present market to account for the violent advances in the leading shares:

### **Dow-Jones Industrial Average**



Hoy por tanto nos enfrentamos a cuestiones de difícil explicación, países con más personas recibiendo rentas estatales que personas aportando ingresos netos al

sistema, valoraciones desorbitadas de todo tipo, y cuando algo bien no se explica en base a la realidad, muy probablemente nos encontremos en el ojo del huracán, ese espacio temporal donde no sentimos, pero vemos, aunque como se suele decir, después de la tormenta, siempre llega la calma. Veremos.

José Campillo

Miembro del Consejo de Gobierno del [COIICV](#).

CEO de [Ghatto](#)

Miembro del Claustro del [MBA de ETSINE Business School](#)