

VARIANZA



La conjura de los agoreros, o por qué creemos que esto no es 2008

Hemos pasado los últimos meses escuchando acerca de la recesión más anticipada de la historia, narrada por agoreros como el nuevo apocalipsis. A medida que la información pasaba de un agorero a otro, se iba construyendo un relato que ha llegado a tener vida propia.

Como buen relato apocalíptico, necesita de un anclaje conocido por todos para dar realismo y dramatismo. Y el candidato perfecto es compararlo con 2008. A este mensaje se unen el apoyo de los medios de comunicación y las redes sociales que anticipan, con cierta vehemencia, *"la que se nos viene encima... ríete de 2008..."*.

Y que a nadie se le ocurra mostrar cierto optimismo. Hacerlo es sinónimo de ser frívolo, ignorante o simplemente imbécil. Transmite la sensación de no leer los periódicos, de no estar en el mundo...

Es curioso cómo el pesimista suena más inteligente que el optimista. Morgan Housel¹ citaba el porqué de esta sensación en un artículo titulado *Why Does Pessimism Sound So Smart?*:

- El optimista parece que no valora apropiadamente los riesgos.
- El mensaje de un optimista parece vender algo y, sin embargo, el de un pesimista suena como ayuda desinteresada.

- El mensaje pesimista requiere de acción (algo del estilo de ¡corre!, ¡vende!), por el contrario, el optimista parece no hacer nada ante los cambios que se avecinan.

La dura situación actual, con la inflación, los tipos de interés y la ralentización macro en niveles récord, es el caldo de cultivo de los pesimistas para volver a ganar espacio en los medios, vender libros y conseguir *likes*. Los agoreros tipo Nouriel Roubini, Paul Krugman o Mohamed El-Erian² parten de una premisa negativa actual, y la extrapolan a futuro asumiendo una concatenación de sucesos negativos que inevitablemente conducen al desastre. Asumen que el *Sistema* reacciona negativamente a otros eventos negativos, consiguiendo un efecto exponencial. Pero la vida real no funciona así. Lo normal es que el *Sistema* en su conjunto reaccione a eventos negativos tratando de enmendar o contrarrestar errores previos para no llegar al drama.

Un 2008 es posible, pero raro. Muy raro. Porque entre las muchas causas del 2008 subyace una clave: no se sabía lo que sucedía, su profundidad, ni cómo arreglarlo. 2008 fue un proceso desconocido e impredecible, de daños potencialmente ilimitados, en donde las pérdidas generaron mayores pérdidas, entrando en un círculo vicioso que provocó que el *Sistema* estuviera en cuestión. La consecuencia de

¹ <https://www.morganhousel.com/>

² <https://www.businessinsider.com/unemployment-claims-millions-increase-economist-commentary-krugman-roubini-elerian-coronavirus-2020-3?IR=T>

VARIANZA

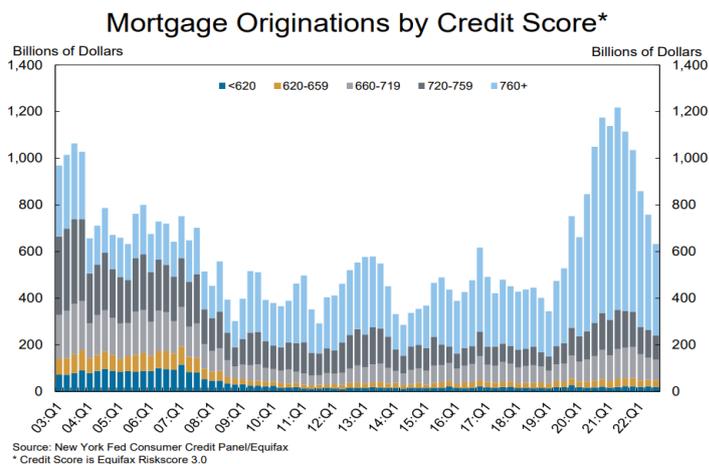
2008 fue la introducción de mecanismos de reparación y prevención que son precisamente los que nos hacen pensar que la que viene es más bien una recesión tipo estándar o incluso leve. En concreto, son siete las razones en las que nos apoyamos para pensar esto:

1

Los bancos

- a. **Mayores y mejores ratios de capital.** En la actualidad el ratio de capital medio es aproximadamente (para bancos sistémicos) del 12% en EE. UU. y del 13% en Europa (en torno al 9% los de menor tamaño)³. Antes de 2008 rondaban todos el 3%. No solo los ratios son superiores, sino que la forma en la que se calculan y las nuevas normas contables hacen que el sistema bancario no se parezca en nada al de hace catorce años. Estos niveles de capital no son aleatorios: se exigen para evitar el rescate de las instituciones ante cualquier crisis bancaria previa (incluida la de 2008), y para que sea el propio sistema el que se rescate a sí mismo (*bail-in*) y evitar una espiral autodestructiva.
- b. **Estándares crediticios más saludables.** Los tiempos locos de barra libre del crédito se acabaron y se han purgado durante muchos años tras 2008. Como ejemplo, datos de EE. UU. en donde la reserva Federal de Nueva York muestra el volumen hipotecario atendiendo a la calidad crediticia. En 2008

las peores calificaciones (<660) suponían el 30% del crédito hipotecario. Hoy ese número está en torno al 5%. Es destacable que la potencial “burbuja” actual hipotecaria está basada sobre todo en la mayor calidad crediticia (rating >760).



- c. **Nivel de impagos.** Sucede que, a medida que se acerca la recesión, los impagos suben progresivamente como señal de alarma. Igualmente, cuanto más alto es el nivel de impago previo a la crisis, menor es la capacidad de los bancos para absorber pérdidas a posteriori. En EE. UU. el porcentaje de impagos actual sobre el total de préstamos⁴ está en mínimos históricos del 3,45%. No solo no sube, sino que baja. A final de 2007 se situaba en el 5,8% y estuvo más de un año subiendo. En Europa, la tasa de mora media bancaria está en el 2,47%⁵.

³ Ratios de capital medios para el Stoxx Europe 600 Banks Index y US Financial SelectSector TR Index

⁴ US Delinquencies As Percentage Of Total Loans SA

⁵ Stoxx Europe 600 Banks EUR Index Media de NPL de cada uno de los miembros del índice a fecha 30 de octubre 2022.

2

La vivienda y lo razonable

En este frente los agoreros son especialmente activos porque la vivienda es algo que se siente muy cercano. Los precios suben, la capacidad de pago de las familias baja y, en un pequeño salto mortal, se anticipa una catarsis inmobiliaria. Estamos de acuerdo en que los ritmos de crecimiento de los últimos años no son saludables y, aún a riesgo de generalizar sobre un mercado complejo, pensamos que se verán caídas, pero no con las implicaciones de 2008.

- a. **Precio de la vivienda sobre ingresos**⁶. Aquí hay que darles la razón porque, en algunas zonas, el ratio es muy elevado. Sobre todo en los últimos años porque los precios nominales han subido más que los salarios. En EE. UU. está en 157 y en Europa en 145. Previo a 2008 estaban en 102 y 103 respectivamente (curiosamente en España seguimos por debajo: ahora 132 y estuvimos en 148).

Pero, en contra de la creencia popular, este ratio por sí mismo no provoca una crisis. Se tiene que dar junto con problemas en las variables de más abajo.

- b. **Loan to Value**. Desde la crisis de 2008 las hipotecas se conceden por el 80% del valor de la vivienda, y no por el 110% para incluir "El Cayenne". Esto tiene implicaciones importantes sobre todo en el mercado anglosajón, en donde la devolución de la vivienda exonera de la deuda. Cuando un anglosajón compra (en máximos), habiendo financiado el 100%, cualquier mínima caída de precio hace que la deuda contraída sea mayor que el valor de la vivienda. Es importante resaltar que, para que se tenga la sensación de pérdida y se devuelvan las llaves al banco, la vivienda tiene que caer en términos nominales y no reales. Para generar hoy esa sensación de pérdida tendrían que caer más del 27% que cayeron en 2008 porque la inflación es muy superior ahora. En concreto, si asumimos la estimación de inflación del consenso⁷ y los cuatro años de ajuste de precio de 2008 (de máximo a mínimo), la caída de precio en términos nominales para perder la entrada del 20% tiene que ser del 32%.
- c. **Falta de viviendas**. En EE. UU. y Europa se construyen menos viviendas que las que se necesitan para cubrir la demanda natural. Igualmente, el número de unidades está muy alejado de los máximos de 2008. Por ejemplo, en EE. UU. se llegó a construir a ritmos de 2,2 millones de viviendas al año y ahora están en 1,4⁸. En España se llegó a construir más de 750.000 viviendas y ahora estamos en torno a las 100.000⁹ al año. La

⁶ <https://data.oecd.org/price/housing-prices.htm#:~:text=are%20seasonally%20adjusted-,The%20price%20to%20income%20ratio%20is%20the%20nominal%20house%20price,as%20a%20measure%20of%20affordability.>

⁷ US CPI (YoY%) esperado para 2022 del 8,1% / 2023 de 4,3% / 2024 de 2,5% / 2025 de 2,5%

⁸ <https://fred.stlouisfed.org/series/HOUST>

⁹ https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?sessionid=B3449CB7D730A42D3C436299A2AFA2D6?SERIES_KEY=430.RESHA.E5.T.N.NTR.HSTA.E52.Z.N.Z

pandemia, las materias primas y la crisis de suministros tienen parte de culpa de las bajas cifras de construcción, pero existe una demanda real a precios más asequibles, lo que debería amortiguar parte de las caídas.

- d. **Capacidad de pago.** Las subidas de tipos de interés y la subida del precio de la vivienda provocan que los hipotecados no puedan pagar la cuota, o que los nuevos compradores se lo piensen dos veces. Éste es un problema que afecta, en líneas generales, menos de lo que se puede imaginar. Por ejemplo, en Reino Unido el 75% de las hipotecas están a tipo fijo¹⁰. En EE. UU. aproximadamente solo el 11% del total de ellas están ligadas a tipos de interés variable¹¹. En España, la situación es más delicada porque hay más de cinco millones de hipotecas¹² y tres cuartas partes están expuestas a tipos variables. Pero de las firmadas en los últimos años (potencialmente más problemáticas), el 75% son a tipo fijo (una tendencia creciente desde hace casi diez años).

3

Menor apalancamiento

El nivel de endeudamiento es menor que al inicio de 2008 y la capacidad para aguantar o conseguir una refinanciación es mayor.

Por ejemplo, en EE. UU. el porcentaje de deuda total de los hogares sobre PIB está en el 73% y entonces estaba en el 97%¹³. En Europa estamos en el 58,7% de deuda sobre PIB¹⁴ y antes de 2008 en el 64,8%.

Lo mismo sucede con las compañías: la DeudaNeta/Ebitda media del S&P500 es de 1,1x y previo a 2008 estaba en 4,4x. En Europa, el Stoxx600 está en el 2,2x y entonces era un estratosférico 7,9x¹⁵.

4

El concepto de riesgo sistémico

Aunque es menos “científico” que el resto de los argumentos, es el más importante de todos. De la crisis de 2008 se extrajeron muchas lecciones, pero una por encima de todas: **qué significa el riesgo sistémico y sus implicaciones.**

Para entenderlo bien sirve de ejemplo el problema reciente de los planes de pensiones ingleses. Éstos tenían un problema grave con la subida de *yields* (que identifican en cuestión de horas), llaman al Banco de Inglaterra (que no solo contesta al teléfono, sino que entiende el problema), y decide intervenir rápida e ilimitadamente, sin dudar, para prevenir un riesgo sistémico.

¹⁰ <https://www.fca.org.uk/publication/research/switching-in-the-mortgage-market-update-august-2022.pdf>

¹¹ <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2022-05-17/adjustable-rate-mortgages-are-popular-with-homebuyers-again>

¹² <http://www.ahe.es/bocms/sites/ahenew/>

¹³ Bloomberg - United States Household Debt % of GDP

¹⁴ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/stats/ffi/html/ecb.eaefd_full2022q2~37a1e8c575.en.html

¹⁵ Datos de Bloomberg

Y el mercado lo entiende, lo considera creíble y oportuno.

Esta secuencia, que en total dura unos días, era absolutamente impensable hace catorce años. La intervención durante la crisis de 2008 fue rápida y contundente, pero se tardó unos meses (bastante menos que en 1929) y el mercado tuvo que digerir conceptos nuevos mientras las instituciones estaban en cuestión. Draghi y su famoso *“whatever it takes”* de 2012 grabó a fuego entre los inversores los conceptos de “credibilidad” e “ilimitado”. La pandemia terminó de afianzar este *modus operandi*.

Este año han dado el Nobel de economía a tres personas (entre ellas Ben Bernanke¹⁶, presidente de la FED durante 2008), por sus estudios sobre los riesgos sistémicos cuando quiebra un banco y las implicaciones posteriores. Creemos que este Nobel supone la guinda para la justificación “científica” de una intervención de las instituciones para prevenir un riesgo sistémico. Hoy podemos ver una recesión, pero es complicado que degenera en un círculo vicioso estilo 2008 porque las instituciones entienden el concepto de riesgo sistémico, tienen las armas para frenarlo y el mercado lo asume.

5

Estímulos fiscales: una nueva dimensión

Desde la pandemia es innegable que el concepto de estímulos fiscales ha cambiado por completo. Este punto de inflexión, unido al concepto, cada vez más amplio, de transición energética, ha generado un colchón de capital (aprobado ya o por descubrir) que amortigua cualquier recesión que tengamos.

Hay que tener en cuenta que en Europa están aprobados 750B¹⁷ para ser gastados/invertidos hasta 2026. En EE. UU, las cantidades son tales que, entre desembolsado y pendiente hasta 2026, hay un *jackpot* de \$5T¹⁸.

Al margen del debate político que generan los estímulos fiscales, creemos que difícilmente se puede ver un 2008 en el corto plazo con semejante nivel de capital pendiente de repartir.

6

¿El nuevo desempleo?

El nuevo ritmo del mercado laboral es algo que tiene desconcertado a medio mundo. Las crecientes dificultades con la inflación, la menguante liquidez, el estrechamiento de márgenes, etc. son una obviedad y, sin embargo, el paro sigue en niveles mínimos históricos. Es más, en EE. UU. el número de puestos sin cubrir está prácticamente en máximos históricos.

¹⁶ <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2022/bernanke/facts/>

¹⁷ <https://www.funcas.es/articulos/the-eu-recovery-plan-funding-arrangements-and-their-impacts/>

¹⁸ <https://www.nytimes.com/interactive/2022/03/11/us/how-covid-stimulus-money-was-spent.html>



Es cierto que el empleo es un indicador retrasado y que cambia rápidamente a medida que la situación empeora. Pero es sorprendente que, a pesar de las enormes dificultades que ya son visibles en el día a día, el desempleo no sube. Puede estar relacionado con el punto anterior y depender de estímulos, pueden ser los coletazos últimos de la pandemia o simplemente que las empresas están retrasando los despidos. Pero a pesar de ello, es llamativa la fortaleza del empleo.

En EE. UU. y en Europa estamos en niveles de desempleo mínimo histórico (3,7% y 6,6% respectivamente). No somos partidarios precisamente de los nuevos paradigmas y entendemos que el desempleo deberá repuntar. Dicho esto, el bajo desempleo actual es probablemente el mejor colchón para afrontar una recesión.

7

China ¿una economía de destrucción masiva?

Podemos decir que China ha ido con el pie cambiado en términos de ciclo económico en los últimos 25 años. Por un lado, supuso un salvavidas de crecimiento para el mundo tras la crisis de 2008, y por otro, últimamente se le amontonan los problemas (autoinfligidos). Todas las bondades pasadas sirven ahora para argumentar que,

no solo va a explotar, sino que con ello se va a llevar a medio mundo por delante. Nosotros tenemos una opinión intermedia y pensamos que pueden encauzar la situación actual sin reventar en el camino:

- Tienen reservas en divisa extranjera por \$3T que le confieren maniobrabilidad.
- A pesar de pandemias, aranceles y la *desglobalización* mantiene un superávit comercial y la previsión es que siga siendo positivo los próximos años¹⁹.
- Los estándares en la concesión de crédito distan mucho de los occidentales²⁰. Lo normal ha sido *loan to value* del 60% para comprar viviendas.
- Modular la regulación. Gran parte del frenazo en el crecimiento proviene de la introducción de medidas regulatorias enfocadas a frenar lo que consideran desequilibrios inaceptables. Regulación que entendemos que se puede modular antes de generar un daño irreparable.
- El sistema financiero chino está "aislado" frente al resto del mundo y tiene una limitada capacidad de contagio al resto del mundo (aunque incrementándose)²¹ y un menor apalancamiento que los bancos occidentales.

En definitiva: creemos que una recesión, sí (leve incluso). Pero un nuevo 2008, no.

Pelayo Gil-Turner Smith

¹⁹ Datos de consenso de Bloomberg. Estimado 2022 de 2% sobre PIB, y los próximos de 1,5% y 1,1% para 2023 y 2024

²⁰ <https://www.fitchratings.com/research/structured-finance/wider-loosening-of-ltv-caps-could-pose-risks-for-china-banks-03-03-2022>

²¹ https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2022/html/ecb.ebart202202_01~48041a563f.en.html