

Perspectivas Socioeconómicas

Número 14 • Septiembre 2007

» De actualidad

El Entorno Económico ha cambiado

La tormenta financiera del pasado mes de agosto ha trastocado las previsiones para 2007. Antes de irnos de vacaciones, las perspectivas económicas mundiales eran favorables. Todavía lo siguen siendo, pero la incertidumbre y las posibles repercusiones derivadas de los impactos en las hipotecas subprime van a condicionar las expectativas de los agentes económicos.

Rebaja de previsiones

La OCDE ha sido el primer organismo en rebajar las previsiones de las principales economías mundiales. Estados Unidos, Alemania, Francia, Italia son algunos de los principales afectados. Sin embargo, Japón, Reino Unido y Canadá mantienen sus previsiones.

La actuación de los Bancos Centrales es clave

La inestabilidad de los mercados ha puesto a los Bancos Centrales en primer plano. Ahora más que nunca, se necesita una actuación coordinada que proporcione la tranquilidad, la confianza y el tiempo necesario para estabilizar la situación. Este es el primer objetivo ahora de los principales Bancos Centrales: proporcionar estabilidad al sistema financiero internacional.

El mercado de crédito sigue cauto

El BCE continúa inyectando liquidez en el mercado a la vista de la reducción del número de operaciones. Hoy por hoy las entidades se muestran temerosas a la hora de prestar dinero a otras entidades mientras no se tenga claro el grado de vinculación con instrumentos relacionados con el sector inmobiliario norteamericano. Pero el BCE no está sólo en esta tarea, el Banco de Inglaterra y la Reserva Federal también se sumaron a estas inyecciones de liquidez.

Las Bolsas intentan digerir la volatilidad

La incertidumbre que vive el mercado ha costado ya un 5% de su capitalización a las empresas cotizadas. En esta situación, los bancos del Ibex son los que más han reducido su valor y el pesimismo se ha cebado con el sector financiero. Creemos que el castigo es excesivo ya que las entidades españolas no tienen prácticamente ningún tipo de exposición a las hipotecas de alto riesgo.

España: el Banco de España anuncia el "punto de inflexión" del ciclo

En su último informe trimestral, el Banco de España ve síntomas de desaceleración económica, aunque todavía la economía española sigue creciendo a tasas importantes. Los signos de moderación provienen de la ralentización del gasto de las familias y del sector de la construcción, precisamente los dos motores protagonistas de la expansión más larga vivida por la economía española. Está por ver la evolución de la inversión a tenor del endurecimiento previsible de las condiciones crediticias.

El impacto de la crisis de las Subprime

La crisis de liquidez y confianza del pasado mes de agosto es el desenlace esperado de una historia que se venía gestando desde hace tiempo. Las ansias por estirar el ciclo inmobiliario norteamericano llevaron a muchas entidades a conceder préstamos con muy escasas o nulas garantías. La titulización de estos créditos ha hecho posible que numerosos agentes del mercado incorporasen a sus carteras de inversión proporciones variables de estos instrumentos, garantizados con créditos de tan baja calidad.

Tan sólo ha habido que esperar al repunte de la morosidad para comprobar cómo el riesgo tiene un precio cierto e infraponderarlo pasa factura, más pronto que tarde. Hasta el momento, saber con precisión el impacto y el alcance de esta crisis es complicado, si bien en España el alcance será más indirecto.

En cualquier caso, se espera una ralentización de las operaciones en los mercados de capitales y un endurecimiento de las condiciones crediticias lo que va a acabar definitivamente con el dinero fácil y abundante, que ha servido de estímulo de grandes y no tan grandes operaciones corporativas.

La actuación de los Bancos Centrales también se verá alterada. La inestabilidad y la incertidumbre presente en los mercados va a alterar el guión de restricción monetaria que venían ejecutando. El orden de prioridades ha cambiado porque los posibles daños en términos de inestabilidad financiera son peores y más complicados de tratar a corto plazo.

» El panorama económico tras la tormenta

El panorama económico no es el mismo tras la convulsión crediticia de agosto. Los principales organismos internacionales ya han revisado a la baja sus previsiones de crecimiento. Cuando el río suena...

Alemania que había recuperado su condición de locomotora europea, crecerá tres décimas menos de lo previsto ¿Se habrá detenido la fase de crecimiento en la zona euro?

El panorama económico ya no es el mismo tras la convulsión crediticia de agosto. Ha sido una crisis financiera en toda regla, con rasgos propios de esa nueva generación de perturbaciones globales, pero con el origen de la infección en la primera economía del mundo, a diferencia de las últimas crisis financieras cuyos epicentros se encontraban en economías poco desarrolladas.

Incertidumbre. Este es el término que, a nuestro juicio, define el panorama actual. Aún es pronto para poder valorar el impacto de la tormenta desatada, pero los principales organismos internacionales ya han revisado a la baja sus previsiones de crecimiento. Cuando el río suena...

La OCDE rebaja las previsiones de crecimiento

A raíz de los acontecimientos ocurridos durante el pasado mes de agosto, la OCDE ha revisado sus previsiones de crecimiento. Los datos publicados por el organismo no contribuyen al optimismo, aunque contengan algunas previsiones positivas, como es el caso de Japón, el Reino Unido y Canadá. Alemania, que había recuperado su condición de locomotora europea, crecerá tres décimas menos de lo previsto. Y Francia, cuyo Gobierno basa toda la estrategia de las reformas impulsadas por Sarkozy en saltar la barrera del 2%, se quedará en el 1,8%, al igual que Italia ¿Se habrá detenido la fase de crecimiento en la zona euro? Pese a que la confianza de los consumidores se mantiene alta y el desempleo sigue reduciéndose, es evidente que la actividad económica se ha ralentizado.

Donde sí parece que se constata un cambio de tendencia clara es al otro lado del Atlántico. En el caso de EE.UU., el recorte hasta un 1,9% en el segundo trimestre, junto con los preocupantes datos sobre empleo durante el mes de agosto, han encendido las alarmas. La confianza de los consumidores se ha debilitado y el sector de la vivienda podría constituirse en un factor de freno más fuerte de lo esperado. Si bien la economía estadounidense todavía tiene síntomas de fortaleza -los beneficios empresariales siguen siendo altos y el gasto de los hogares es considerable-, la resistencia del consumo será puesta a prueba en los próximos meses por el endurecimiento de las condiciones hipotecarias y crediticias y la menor creación de empleo.

La revisión a la baja de las previsiones es un claro reflejo de los riesgos derivados de las tensiones existentes en el mercado financiero por la crisis de las *subprime* estadounidense. Aún es pronto para calibrar los efectos, pero el aspecto positivo es que se ha producido en un momento de extraordinaria solidez financiera y macroeconómica, lo que explica que los recortes en las previsiones sean tan moderados. En definitiva, las perspectivas son claramente menos boyantes y con más incertidumbres.

El impacto en la UE

Finalmente el BCE decidió no aumentar los tipos en la reunión del pasado día 6 de septiembre. Hay varios motivos que han favorecido el mantenimiento de los tipos de interés. En primer lugar, la inflación en la eurozona está por debajo (1,8%) del objetivo que se ha propuesto el BCE (2%). Segundo, aunque ésta quizá sea una razón inconfesable, el mayor enfriamiento de la economía de la eurozona. Inconfesable, porque no podemos olvidar que el crecimiento económico no forma parte de los objetivos que tiene que alcanzar el BCE. Sin embargo, como la OCDE acaba de revisar a la baja, al 2,6% su previsión de crecimiento para la eurozona, quizá haya sido éste un dato más que se haya tenido en cuenta para no tensionar la política monetaria. Por si fuera poco, el BCE rebajó en sus previsiones a un 2,5% el crecimiento económico de la eurozona para 2007 y a un 2,3% para 2008. Tercero, el mantenimiento de los tipos viene también de la mano de una



caída de los mercados bursátiles y una posible desestabilización del sistema financiero. El BCE tenía que elegir entre mantenerlos, o subirlos y enfrentarse a un riesgo de colapso financiero. Obviamente optó por lo primero.

El entorno en España

Hace sólo dos meses veíamos un 2007 terminando de forma brillante y ahora hay una cierta incertidumbre sobre el futuro. En su último informe trimestral, el Banco de España ya confirmaba que la economía española había entrado en la fase de desaceleración esperada y anunciada. Según las estimaciones del informe, el PIB habría crecido en tasa interanual un 4% en el segundo trimestre del año, una décima menos que en el primer trimestre del año. Es el primer recorte en el crecimiento en los últimos tres años y medio.



Esta moderación en el ritmo de crecimiento se explica por la moderación registrada en el consumo de las familias y en la inversión y la actividad del sector de la construcción. La aportación del sector exterior se ha mantenido constante (resta siete décimas a la tasa de PIB, igual que en el primer trimestre), en un contexto de mejora tanto de las exportaciones como de las importaciones. El gasto de las familias ha continuado entre abril y junio la "suave desaceleración" iniciada al comienzo del año y podría llegar a entrarse en una situación favorable para que se recuperen las tasas de ahorro. No obstante, mantiene ritmos de crecimiento significativos, superiores al 3%, gracias al aumento de la renta disponible de las familias por el aumento del empleo, la contención de la inflación y la rebaja del IRPF.

La buena noticia la pone el comportamiento y

la fortaleza de la inversión en bienes de equipo, a un ritmo que más que duplica al de la construcción (11% frente a 5%). Está siendo el componente del PIB por parte de la demanda más dinámica, aunque el aumento de las necesidades financieras de las compañías, en un contexto de tipos al alza, puede elevar sus costes y terminar suponiendo un freno a sus planes de expansión. El nuevo entorno financiero requiere una moderación en el ritmo de endeudamiento, en línea con una gradual desaceleración de las actividades de promoción inmobiliaria.



Posiblemente, la agudización de la crisis actual del mercado de la vivienda sea el principal detonante de un desfavorable cambio de coyuntura. Varios factores apuntarían en esta dirección: la desaparición del efecto riqueza observado en los años anteriores y el inicio de la construcción en 2008 de un número de viviendas notablemente inferior. No obstante, los efectos indirectos también jugarán un importante papel. Así con respecto a 2007, si el número de viviendas en proceso de construcción disminuye entorno a las 250.000 unidades, es probable que el conjunto de repercusiones derivadas de la menor actividad constructora lleve al desempleo a aproximadamente 500.000 trabajadores. Si así sucediera, el gasto se resintiría de forma notable. Por tanto, el crecimiento del PIB perdería en gran medida sus dos verdaderos principales soportes: el consumo privado y la inversión en construcción. En el último trimestre de 2008, el frío, aunque no el hielo, podría llegar a la economía española. Confíemos en que los mercados se calmen y no sea así.

La revisión a la baja de las previsiones es un claro reflejo de los riesgos derivados de las tensiones existentes en el mercado financiero por la crisis de las subprime estadounidense. Las perspectivas son claramente menos boyantes y con más incertidumbres, los riesgos son más elevados en un contexto donde las condiciones del mercado financiero podrían endurecerse.

La agudización de la crisis actual del mercado de la vivienda es el principal detonante de un desfavorable cambio de coyuntura. Varios factores apuntarían en esta dirección: la desaparición del efecto riqueza observado en los años anteriores y el inicio de la construcción en 2008 de un número de viviendas notablemente inferior.

» Una tormenta llamada "Subprime"

Allá por el final de año 2006, se empezaba a advertir del fin del ciclo inmobiliario de EE.UU., junto con datos preocupantes de unas familias con unos niveles de endeudamiento excesivos.

La titulización supone vender una cartera de créditos a un tercero a cambio de una comisión, trasladando, también, el riesgo de impago de estos créditos al comprador de los mismos. En Estados Unidos la práctica de la titulización está muy extendida y es una de las claves de la crisis actual.

Cuando nos marchamos de vacaciones a principios del mes de agosto pasado pocos esperaban que, al cabo de unos días, se produjera la convulsión de los mercados financieros que hemos vivido. Hasta entonces, las perspectivas de crecimiento mundial eran favorables- alrededor del 5%-, la economía europea parecía confirmar su anhelado despegue después de años de atonía, y la economía española sorprendía a propios y a extraños con nuevos registros de actividad.

Pero no todo era color de rosa. En este panorama económico -razonablemente bueno- sobreolaban signos de preocupación: los bancos centrales habían iniciado una política clara de restricción de liquidez, los desequilibrios de pagos mundiales seguían presentes, y los tipos de interés a largo plazo apenas reflejaban la masiva compra de activos norteamericanos por parte de los países asiáticos.

Quizás algunos recuerden que, allá por el final del año 2006, se empezaba a advertir del fin del ciclo inmobiliario de EE.UU., junto con datos preocupantes de unas familias con unos niveles de endeudamiento alarmantes. En marzo de este año, surge una primera señal de alarma: la ratio de morosidad de las hipotecas de alto riesgo aumenta de forma significativa hasta el 13,3%.

Desde la primavera hasta el comienzo de la crisis en el mes de agosto, se ha acelerado el cambio de ciclo. La quiebra de varias instituciones especializadas en hipotecas de riesgo, junto con el rescate de varios fondos de inversión, han hecho saltar todas las alarmas y desencadenado una auténtica crisis de liquidez y de confianza en los mercados financieros mundiales.

¿Cómo se ha llegado a esta situación?

A esta situación se ha llegado por un cúmulo de factores relacionados con la explosión de liquidez impulsada por los Bancos Centrales a partir de 2001, y por una infravaloración del riesgo que ha conducido, en la práctica generalidad de los mercados, a endeudamientos excesivos y a asumir riesgos con muy escasa relación con la rentabilidad que prometían. Esta situación sólo necesitaba un detonante, y éste ha sido el cambio de ciclo del mercado inmobiliario norteamericano y el repunte de la morosidad de un tramo concreto de inversiones inmobiliarias.

Para poder entender qué es lo que ha ocurrido, es necesario entender el funcionamiento del sistema hipotecario americano. Básicamente, las hipotecas se dividen en dos grandes grupos:

Prime. Son los prestatarios de mejor calidad crediticia, a los que se les exige todo tipo de documentación.

Subprime. Son los prestatarios de mayor riesgo. Normalmente asumen tipos de interés de, al menos, el 2 o el 3% por encima de los de menor riesgo. Son prestatarios a los que no se les exige casi ninguna documentación ni acreditación de ingresos.

Pues bien, una de las claves de la crisis actual es la manera en la que se ha expandido la titulización como práctica financiera. Para entendernos, cuando las entidades financieras conceden hipotecas y deciden mantener el riesgo hipotecario en su propio balance, sólo ellas asumen el riesgo de estas operaciones. Es decir, si todo va bien y la hipoteca se va pagando, se obtienen ingresos que entran a formar parte de los ingresos ordinarios de las entidades financieras; si por el contrario, la hipoteca entra en mora, además de dejar de percibir estos ingresos, los beneficios generales de las entidades financieras se ven comprometidos por el incremento de provisiones que el supervisor (o banco central) exige realizar, lo que, a su vez, reduce el capital disponible para otorgar nuevos préstamos a estas entidades. Como puede comprobarse, en el momento en el que surgen los impagos, se dispara el mecanismo que tiende a reducir la cantidad de crédito disponible para nuevas operaciones y se regula así el riesgo global.

Sin embargo, la situación hoy en día ha cambiado radicalmente debido al fenómeno de la titulización financiera. Ante la posibilidad de trasladar parte del riesgo crediticio a otros agentes del mercado dispuestos a asumirlo, las entidades financieras venden a otros intermediarios en el mercado parte de su cartera de créditos. Las carteras de hipotecas se agrupan con diferentes niveles de riesgo, son evaluados por agencias de *rating* y se venden a inversores institucionales a precio de emisión. Con esta operación desaparece el riesgo del balance, de esta manera, las entidades financieras evitan, en cualquier caso, el riesgo de que el préstamo entre en mora.

El lector ya habrá caído en la cuenta de que la manera de evaluar los créditos y los incentivos que se generan son muy diferentes en un caso y en otro. Si el mercado está dispuesto a aceptar un alto nivel de riesgo, es probable que las entidades concedan hipotecas que, en principio, tendrían menores probabilidades de ser devueltas. Pero, además, como con la titulización las hipotecas

desaparecen de los balances de los bancos, el supervisor ya no se ve obligado a sugerir mayores provisiones ante carteras crediticias con un mayor perfil de riesgo y queda a juicio del mercado el nivel de riesgo que se está dispuesto a asumir.

Y es en este punto radica el *quid* de la cuestión. Mientras que estos títulos representativos de carteras hipotecarias no cambien de manos (y, por tanto, se genere un nuevo precio en la transacción) o las agencias de *rating* se decidan a rebajar su calificación (y esto es lento ya que los paquetes incorporan diferentes niveles de riesgo y la tarea plantea no pocas dificultades), los inversores institucionales que hayan adquirido estos títulos no reconocerán las pérdidas y el mercado puede seguir admitiendo este tipo de activos a precios atractivos, con lo que pueden estar acumulándose niveles de riesgo globalmente excesivos.

El problema surge, como no podía ser de otra forma, cuando aparecen los impagos (el ratio de mora en el segmento de hipotecas subprime alcanza ya el 14,82%) y esos "bonos" ya no pueden cumplir la promesa de devolver capital e intereses a sus poseedores (fondos de inversión, *hedge funds* o cualquier otro inversor institucional). De hecho, dos *hedge funds* de Bear Stearns estuvieron a punto de ser liquidados tras haber sufrido fuertes pérdidas en sus tenencias de estos vehículos financieros, pero fueron rescatados en el último momento por un consorcio de bancos de inversión. De otra manera, la liquidación de estos vehículos financieros hubiera generado precios mucho menores que los originales para estos títulos y habrían obligado a otros inversores a utilizar estos nuevos precios y reconocer las pérdidas en sus balances.

Las agencias de *rating*, finalmente, han anunciado la rebaja en la calificación de múltiples instrumentos hipotecarios emitidos en los últimos años (más de mil rebajas en el último mes de agosto, algo insólito verdaderamente) lo cual está provocando que definitivamente muchas pérdidas latentes se tengan que realizar. Y como el mercado secundario de crédito es mundial, el impacto es global: bancos y fondos de inversión australianos, alemanes y asiáticos, además de estadounidenses, han anunciado pérdidas en estas semanas.

Pero oiga ¿de cuánto estamos hablando? Es difícil saber con precisión, pero de los cerca de 9 millones de dólares USA concedidos en hipotecas a fina-

les de 2006, alrededor del 55% estaría titulizado frente a un 45% no titulizado. Dentro de los titulizados, alrededor del 38% lo están por agencias estatales (Freddie Mac, Fannie Mae y Ginnie Mae), mientras que alrededor del 18% estaría titulizado en el sector privado. Alrededor del 14% del total de las hipotecas se consideraría "subprime".

El principal problema radica en que el mercado de hipotecas de alto riesgo "subprime" ha crecido con fuerza en los últimos cuatro años. Según la Asociación de Bancos Hipotecarios, en EE.UU., un 35% de los préstamos originados en 2006 fueron de elevado riesgo. Los prestamistas de este segmento, ante un mercado inmobiliario que empezaba a desacelerarse en 2004, intentaron mantener sus lucrativos ingresos flexibilizando aun más las condiciones de accesibilidad al crédito, ofreciendo hipotecas híbridas con condiciones muy atractivas (a muy largo plazo, únicamente con pago de intereses los primeros años, entre otras ventajas).



El cambio de ciclo en el mercado inmobiliario norteamericano explica que la tasa de morosidad en este tipo de hipotecas ha alcanzado el máximo de cuatro años este verano (14,8%). Las agencias hipotecarias privadas, especialmente las especializadas en el *subprime* están sufriendo las consecuencias.

Posibles Repercusiones

De acuerdo con la información publicada por las aseguradoras europeas, la pérdida estimada por deterioro de la calidad crediticia de los activos "subprime" americanos podría ascender a unos 65.000-100.000 millones de dólares USA, teniendo en cuenta el volumen emitido en los dos

Si el mercado está dispuesto a aceptar un alto nivel de riesgo, es probable que las entidades concedan hipotecas, que en principio, tendrían menores probabilidades de ser devueltas. Pero, además, como con la titulación las hipotecas desaparecen de los balances de los bancos, el supervisor ya no se ve obligado a sugerir mayores provisiones.

El problema surge, como no podía ser de otra forma, cuando aparecen los impagos (el ratio de mora en el segmento de hipotecas subprime subió de forma significativa en marzo de 2007) y esos "bonos" ya no pueden cumplir la promesa de devolver capital e intereses a sus poseedores.

Según la Asociación de Bancos Hipotecarios, en EE.UU., un 35% de los préstamos originados en 2006 fueron de elevado riesgo.

De acuerdo con la información publicada por las aseguradoras europeas, la pérdida estimada por deterioro de la calidad crediticia de los activos "subprime" americanos podría ascender a unos 65.000-100.000 millones de dólares USA.

Otra vía de impacto es la ralentización de las emisiones de deuda y la gestión de la crisis por parte de los Bancos Centrales: han interrumpido la política de endurecimiento monetario iniciada por el BCE, a finales de 2005, y han suavizado las expectativas del mercado de un nuevo incremento en un futuro próximo.



últimos ejercicios, la estructura de las titulizaciones y la evolución de la tasa de impago. Se estima, asimismo, según la misma fuente, un impacto inicial en sus beneficios del -2% por un menor valor de sus carteras de trading y su exposición al riesgo "subprime". El impacto para los bancos lo estiman en un -3% extrapolando el efecto que, a medio plazo, tuvo la crisis de 1998.

El impacto en los resultados de las aseguradoras tiene una doble vía: el menor valor de sus carteras de trading por caída del precio (riesgo del mercado) y el menor valor derivado del aumento de la morosidad (riesgo de crédito). El impacto del primero no supera el 1% de los beneficios. La exposición al riesgo "subprime" varía entre el 0% y el 14% de la capitalización bursátil de las entidades.

El impacto en las entidades bancarias es en principio más difícilmente cuantificable, al derivarse de múltiples negocios. Las entidades más perjudicadas a corto plazo serán las que tengan:

- Cuantías elevadas en carteras de trading y con

exposición a riesgo "subprime", directa o indirectamente (via hedge funds por ejemplo).

- Elevado porcentaje de sus beneficios provenientes de la banca de inversión, al haberse prácticamente paralizado las colocaciones de deuda.

- Alta contribución del negocio de gestión de activos: las comisiones podrían reducirse tanto por la bajada del valor liquidativo como por la caída de entradas netas de fondos.

- Necesidad de financiación en los mercados monetarios a corto plazo debido al tensionamiento de los tipos en el mercado interbancario.

Otra vía de impacto es la ralentización de las emisiones de deuda y la mayor dificultad de acceso al crédito para operaciones corporativas, ya que desde el inicio de las turbulencias muchas operaciones se han retrasado o se han modificado sus condiciones.

La crisis también va a cambiar el guión de los Bancos Centrales. Las intervenciones del BCE en el mercado monetario para evitar una crisis de liquidez han logrado estabilizar los tipos de interés en el interbancario, pero también han tenido dos efectos colaterales: han interrumpido la política de endurecimiento monetario iniciada por el BCE a finales de 2005 y han suavizado las expectativas del mercado de un nuevo incremento en un futuro próximo.

El futuro incremento al 4,25% va a depender mucho de las condiciones del mercado de crédito y de cómo evolucione la situación de incertidumbre actual. Si éstas continúan, probablemente el BCE deje pasar la reunión de diciembre con los tipos al 4% y espere un momento más tranquilo y propicio para subirlos. Además, el crecimiento más débil de lo esperado de las economías francesa, alemana e italiana ha contribuido a rebajar las expectativas del mercado en un incremento del precio del dinero que se daba por seguro.

Lo que el mercado está cuestionando es si el BCE va a ser capaz de incrementar el precio del dinero, si

INYECCIONES DE LIQUIDEZ DE LOS BANCOS CENTRALES DURANTE AGOSTO DE 2007

(Mn€)	Fed	BCE	Banco de Japón	Banco de Inglaterra
Jueves 9	8.700	94.800		
Viernes 10	25.440	61.050	6.110	
Lunes 13	1.468	47.600	3.740	
Martes 14		7.700		
Miércoles 15		73.000		
Jueves 16	2.570		8.577	
Viernes 17			8.600	
Lunes 20	2.600		5.186	
Martes 21	2.781	46.000	5.200	461
Miércoles 22	1.482			
Jueves 23	12.778	40.000		
Viernes 24				
Lunes 27	6.964			
Total	54.783	370.150	37.413	461

Fuente: Bloomberg

el mercado monetario sigue andando escaso de ella. Sin embargo, es perfectamente compatible una política a largo plazo de endurecimiento monetario, debido a las amenazas inflacionistas, y ejecutar inyecciones puntuales de liquidez en el mercado para solucionar tensiones también puntuales. Es más, una subida de tipos por parte del BCE podría servir también para dar una señal de confianza a los inversores asumiendo que la crisis de crédito era efectivamente un necesario reajuste al alza de los riesgos en el mercado del crédito.

Lo que sí es cierto es que los últimos datos del PIB refuerzan nuestra percepción de que el endurecimiento de la política monetaria del BCE en el pasado ha conseguido moderar la expansión económica hasta su potencial (alrededor de un 2,25%), lo que implicaría, en nuestra opinión, que una nueva subida no será necesaria a corto plazo.

Algunas lecciones que conviene tener presentes

Se acabó el dinero fácil

El mercado inmobiliario de EE.UU. vivió un gran auge a principios de la década. Con el nivel de los tipos de interés muy bajos, decenas de miles de estadounidenses con recursos escasos pidieron créditos para ver cumplido el sueño de una casa en propiedad. Los bancos y otras entidades especializadas en créditos hipotecarios prestaron dinero a mansalva a gente incapaz de demostrar unos ingresos mínimos y regulares. Pero ¿por qué se prestó dinero con tanta alegría? Porque las entidades pudieron convertir esas deudas de baja calidad en activos para venderlos en el mercado y así evitar parte de los riesgos de impago. Los inversores en este mercado secundario de deuda se financiaban a su vez con dinero prestado a bajo interés que utilizaban para arriesgar en estos activos, que prometían rendimientos más elevados aunque más inseguros. La burbuja inmobiliaria empezó a desinflarse en 2005. A medida que subían los tipos de interés muchos propietarios dejaron de pagar las cuotas mensuales de sus hipotecas. Además, las casas empezaron a bajar de precio y a ser cada vez más difíciles de vender. Los impagos no sólo perjudicaron a los bancos, sino también a quienes habían comprado activos vinculados a deuda de alto riesgo.

La globalización de los mercados tiene sus peligros

La rápida propagación de la crisis muestra que el embargo por impago de una casa en el Estado de Kansas puede acabar haciendo daño a un pequeño inversor de Alicante. La proliferación de activos respaldados por deuda de baja calidad ha provocado que el riesgo se extienda por todos los

mercados. Y la dificultad de seguir la evolución de todos esos instrumentos complica enormemente el trabajo de los gestores de fondos. La incertidumbre se ha apoderado de los inversores, que han vendido sus activos de mayor riesgo para protegerse de males mayores. A partir de ahora, el riesgo costará más caro, para el bien de todos.

Los expertos también se equivocan

Cuando la Fed bajó recientemente su tipo de intervención, expresó su preocupación de que la crisis acabara dañando a la economía. A pesar de ello, sus responsables llevaban meses, sino años, enviando mensajes de tranquilidad a los inversores. En marzo pasado, el primer ejecutivo de *Countrywide Financial* (segunda entidad hipotecaria norteamericana) afirmó que la preocupación de los mercados por las hipotecas de alto riesgo era excesiva.

¿Quién controla a los controladores de los mercados?

Las más prestigiosas agencias de calificación de riesgo no advirtieron del peligro y esperaron hasta el último momento para avisar de lo que se avecinaba. Las autoridades de EE.UU. y la UE están investigando su papel en la crisis ya que también aconsejaron a los fondos de inversión sobre cómo estructurar sus carteras para obtener máximas calificaciones.

La economía real termina notando el impacto

En una economía globalizada, las repercusiones de la crisis tendrán alcance global, y desde diversos organismos internacionales, se ha comenzado a revisar las previsiones de crecimiento para finales de 2007 y 2008.

Los Bancos Centrales reforzarán su posición

Hasta ahora, las inyecciones de dinero llevadas a cabo tanto por la Fed como por el BCE han calmado a los mercados. A partir de ahora, su gestión será clave para ayudar a los mercados a recobrar la calma y para ganar tiempo para digerir esta situación.

La crisis actual es realmente la primera prueba para varias categorías de instrumentos financieros innovadores, sobre todo los utilizados para titular el riesgo de crédito privado. Lo que ha ocurrido en estas últimas semanas ha sido un mero reajuste del riesgo que estos instrumentos tenían incorporado, después de un periodo prolongado de poca volatilidad y mucha liquidez. Como toda gran lección será costosa para muchos, pero nos ofrece una excelente oportunidad para volver a comprobar que el riesgo tiene un precio.

¿Por qué se prestó dinero con tanta alegría? Porque las entidades pudieron convertir esas deudas de baja calidad en activos para venderlos en el mercado, y así evitar parte de los riesgos de impago.

Las más prestigiosas agencias de calificación de riesgo no advirtieron del peligro y esperaron hasta el último momento para avisar de lo que se avecinaba y en marzo pasado, el primer ejecutivo de Countrywide Financial (segunda entidad hipotecaria norteamericana) afirmó que la preocupación de los mercados por las hipotecas de alto riesgo era excesiva.

» Datos Estadísticos

Fecha última actualización: 13 de Septiembre de 2007

	DATOS ANDALUCÍA	ESPAÑA	VARIACIÓN INTERANUAL ANDALUCÍA	ESPAÑA	PERÍODO
ACTIVIDAD Y DEMANDA					
Oferta					
PIB a precios de mercado (Mill. euros corrientes)	36.486,0	261.072,0	7,0	7,4	2Trim-07
VAB a precios básicos. (Índices de vol. encad. 2000=100)					
Agricultura	96,0	95,2	0,3	5,5	2Trim-07
Industria	119,9		3,0	4,6	2Trim-07
Construcción	159,2	145,3	4,8	4,0	2Trim-07
Servicios	129,4	127,9	4,0	3,9	2Trim-07
Índice de producción industrial	119,3	115,2	-1,8	4,0	jul-07
Consumo de cemento (miles de toneladas)	619,4	3.786,9	-3,1	2,6	feb-07
Licitación Oficial (Miles euros)	2.830.263,0	17.177.173,0	39,9	2,9	may-07
Viviendas iniciadas	9.986,0	51.286,0	-24,9	-10,2	mar-07
Viviendas terminadas	11.493,0	54.838,0	2,0	-5,8	mar-07
Demanda					
Consumo de energía eléctrica (Mwh)		19.715,0		-8,2	jul-07
Matriculación de turismos	18.469,0	100.791,0	-1,6	-4,2	ago-07
Matriculación de vehículos de carga	5.085,0	39.890,0	-6,3	-4,2	ago-07
Depósitos del sector privado en el sistema bancario (Mill. euros)	95.439,0	956.658,0	15,6	18,6	1Trim-07
Créditos al sector privado del sistema bancario (Mill. euros)	205.236,0	1.505.002,0	23,2	24,3	1Trim-07
Índice de comercio al por menor	110,4	111,0	2,9	3,3	jul-07
Índice de ventas en grandes superficies (Base 2005) Precios constantes		113,5		0,8	jul-07
Índice de producción industrial. Bienes de consumo	109,2	115,1	-1,8	6,2	jul-07
Índice de producción industrial. Bienes de equipo	126,5	114,1	4,8	9,8	jul-07
Inversiones extranjeras (Miles euros)	80.829,0	1.910.363,0	31,9	-50,3	1Trim-07
Viajeros en establecimientos hoteleros (Miles)	1.634,0	9.214,0	4,8	1,7	jul-07
Pernoctaciones en establecimientos hoteleros (Miles)	5.309,0	34.479,0	2,0	1,1	jul-07
Mercado de trabajo					
Población mayor de 16 años (Miles)	6.549,7	37.591,9	1,9	1,8	2Trim-07
Activos (Miles)	3.675,1	22.127,3	3,6	2,8	2Trim-07
Ocupados (Miles)	3.235,6	20.367,3	4,4	3,4	2Trim-07
Parados (Miles)	439,5	1.760,0	-2,2	-4,2	2Trim-07
Tasa de paro	12,0	8,0	-0,7	-0,6	2Trim-07
Tasa actividad	56,1	58,9	0,9	0,6	2Trim-07
Paro registrado (Miles)	497,3	2.028,3	5,8	2,2	ago-07
Afiliados en alta a la Seguridad Social. Régimen general (Miles)	3.094,7	19.048,0	3,3	3,2	ago-07
Afiliados en alta a la Seguridad Social. Total (Miles)	2.112,4	14.614,7	2,5	2,5	ago-07
Precios y salarios					
Índice de precios de consumo	102,4	102,5	2,1	2,2	ago-07
IPC. Alimentación y bebidas no alcohólicas	103,8	103,3	3,1	2,8	ago-07
IPC. Vivienda	103,4	104,0	2,6	3,1	ago-07
Precio medio del m2 en la vivienda libre	1.740,4	2.054,5	7,0	5,8	2Trim-07
Incremento salarial	3,2	2,9	-0,2	-0,3	ago-07
Comercio exterior					
Exportaciones (Miles euros)	1.420.557,0	16.018.788,0	-11,7	3,5	may-07
Importaciones (Miles euros)	1.800.614,0	23.942.630,0	-1,7	4,1	may-07

FUENTE: IEA

BOLETÍN PATROCINADO POR: IBERSPONSOR, CONSULTORES DE COMUNICACIÓN
902 120 389
www.ibersponsor.com



Instituto Internacional
San Telmo

Edita:

Instituto Internacional San Telmo
 Avda. de la Mujer Trabajadora, 1
 41008 - Sevilla
 Tlf.: 954 975 004
 Fax: 954 958 840
www.santelmo.org

Consejo de Redacción:

Fernando Facés García
 Gonzalo Laguillo Díaz
 Raquel Martín López-Soldado
 Manuel Robles Ortega
 Francisco García Nieto
 Coordinador:
 Manuel Fernández de Jódar

Produce:

Ibersponsor, Consultores de Comunicación
 C/. Virgen del Valle 91, 41011 - Sevilla
 Tlf.: 902 120 389
 Fax: 954 276 343
www.ibersponsor.com