

Comentarios
Apocalypse Now? Aumenta el riesgo
de una crisis financiera

José García Montalvo
Círculo Ecuestre
28 de Noviembre de 2016



Universitat
Pompeu Fabra
Barcelona



La maldición del Círculo....

- En los últimos años casi siempre que he venido a hablar al Círculo he hablado de burbujas empezando por la burbuja inmobiliaria en 2006
- Cuando acepté la amable invitación de Jaime Carvajal para hacer este breve comentario no sabía que tendría que hablar de otras burbujas
- En lo fundamental estoy de acuerdo con la tesis del documento
- Banqueros centrales o dioses de la edad moderna -> la gran moderación académica



Burbuja 3.0

TRIBUNA

José García Montalvo

Catedrático de Economía de la Universitat Pompeu Fabra

Burbuja 3.0

Las estafas piramidales existen desde hace tiempo y, teniendo en cuenta la naturaleza humana, siempre existirán. Las hay poco sofisticadas como los centenares de empresas piramidales que operan en Colombia, algunas con nombres tan evidentes como Proyecciones DRFE (Dinero Rápido, Fácil y en Efectivo). Otras son más sofisticadas como el entramado montado por Madoff y tienen nombres más sugerentes (Bernard Madoff Investment Securities LLC). Una explicación intenta racionalizar la sorprendente rentabilidad del mecanismo: sellos que se revalorizan (Ponzi o Afinsa), estrategias de inversión infalibles y secretas (Madoff), etcétera. Pero todas funcionan a partir del mismo mecanismo: se abonan altos intereses a los clientes actuales con el dinero que aportan los nuevos clientes. Por tanto, para que el esquema funcione es necesario que haya un número creciente de participantes.

producido una recuperación robusta. Recemos para que la mejora económica llegue pronto pues, de lo contrario, ampliar los participantes en una nueva huida hacia delante será muy difícil... a no ser que podamos convencer a millones de extraterrestres de que compren casas y bonos terrícolas.



The only game in town

Muchos han avanzado la posibilidad de que el QE estuviera creando burbujas en el mercado de la deuda y en otros mercados

- Bill Gross en 2013, y continúa hasta la actualidad (La supernova de los bonos esta a punto de explotar, 10 de junio de 2016)
- Warren Buffet: “Bonds are very overvalued”
- Larry Fink (BlackRock)
- Greenspan: el mercado de bonos tiene un rally insostenible
- Definitivo: la nueva edición del libro de Shiller (Irrational Exuberance) añade una sección sobre el “new normal boom”
- El-Erian (2016), The only game in town (2016). Comportamiento anormal del consumo y la inversión a pesar de los bajos tipos de interés -> más ahorro para lo que pueda pasar. Todos nos volvimos japoneses



Los efectos de QE

- Se supone que QE ha relanzado la economía aunque no existe evidencia clara sobre dicho contrafactual. La Q1 tuvo algún efecto sobre la inflación esperada. No las siguientes
- En lo que mucha gente está de acuerdo es en los efectos colaterales negativos que está teniendo: burbujas, efectos sobre la desigualdad, inestabilidad financiera, etc. - populismo
- Pero ¿no habíamos quedado que la crisis financiera demostró que era mejor evitar la formación de burbujas que limpiar el desastre cuando pincharan? ¿No había quedado desacreditada la teoría de que una burbuja no se puede reconocer?
- Burbujas viajeras (ej. Ahorro chino a bonos americanos) y burbujas de billar : QE – bono a largo EE.UU. / Alemania – bonos otros países – bonos corporativos : grado inversión – grado especulativo – créditos bancarios – bolsas – inmobiliario

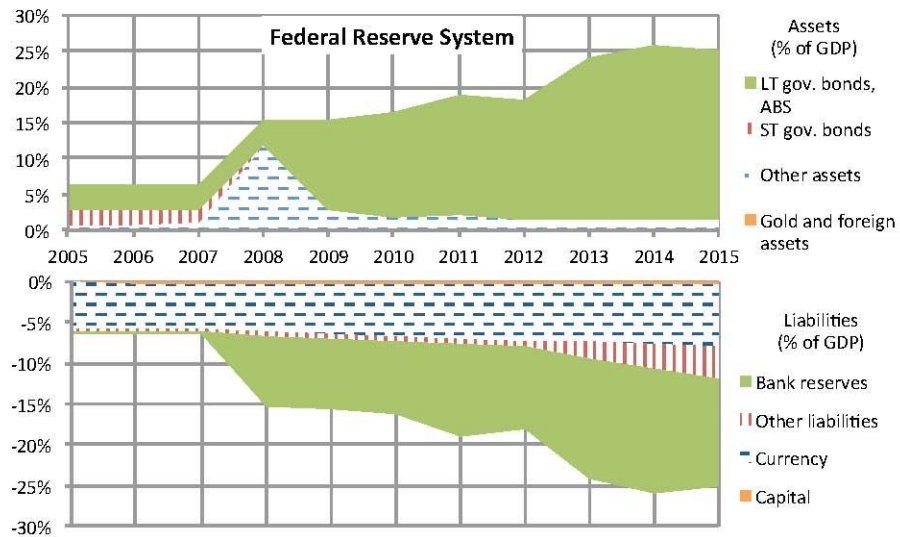


Los efectos de QE

- Ricardo Reiss: Con QE se pasó de la discusión de la política monetaria en términos de oferta monetaria, tipos de interés nominales e inflación al efecto de QE sobre estabilidad financiera, activos que deben comprar los bancos centrales, a que precio y cuando venderlos
- Es necesario mover el foco del activo al pasivo del balance del banco central: la financiación de los cuatro grandes bancos centrales de las compras de activos se produce a través de depósitos de las instituciones financieras en el banco central (“reservas”).
 - Históricamente una parte muy pequeña
 - En los libros intercambiable por la base monetaria (a pesar de tener una correlación 0)
 - Bancos tienen el doble de reservas que de Treasuries en 2015 (en 2007 más Treasuries)

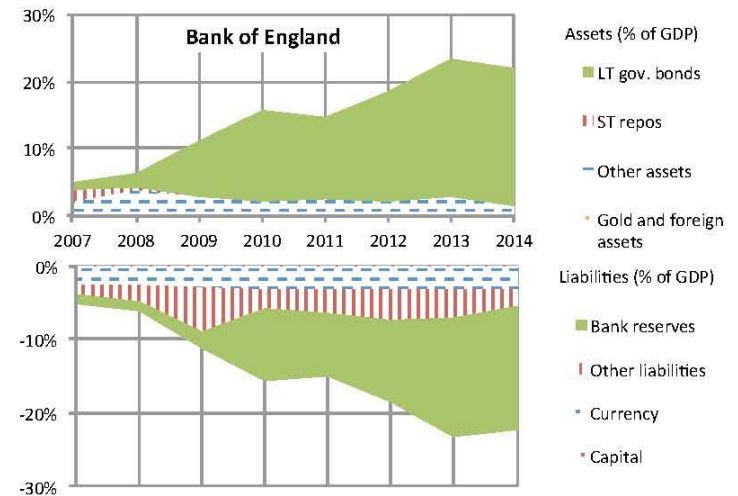
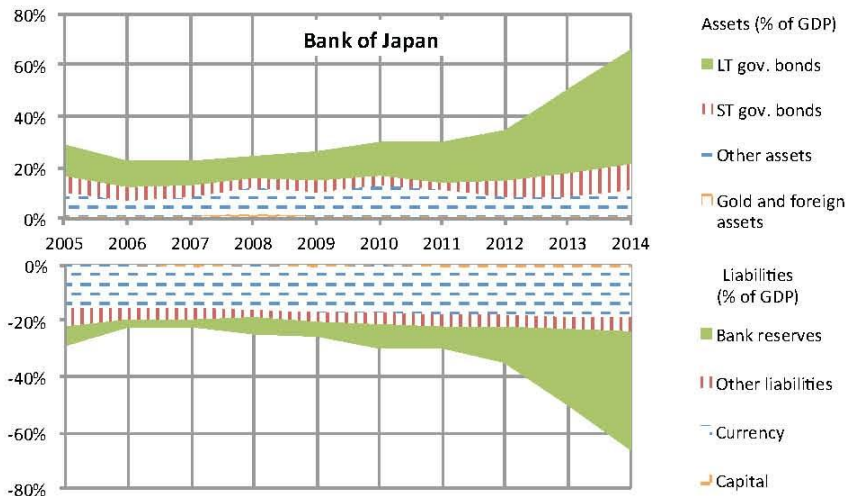
Los efectos de QE

- Aunque se habla de “printing money” realmente este efecto no se ha producido: en el pasivo lo que ha aumentado de forma espectacular son las reservas hasta hacer que el Federal Funds market desaparezca como fórmula de política monetaria - tipos de interés de las reservas son la nueva munición de la política monetaria



Los efectos de QE

- Aunque se habla de “printing money” realmente este efecto no se ha producido: en el pasivo lo que ha aumentado de forma espectacular son las reservas hasta hacer que el Federal Funds market desaparezca como fórmula de política monetaria - tipos de interés de las reservas





Los efectos de QE

- El mercado de reservas está saturado en EE.UU. desde 2011
- QE cambia significativamente la distribución de reservas de los bancos
- En estas circunstancias solo el tipo de interés de las reservas tiene un efecto sobre la inflación y no el tamaño del balance del banco central – este tipo de interés puede ser utilizado como instrumento de pol. Monetaria
- Por eso QE1 tuvo influencia sobre la inflación esperada y no las siguientes (con el mercado saturado)
- Estrategias de salida: volver a la situación pre-QE; mantener parte de la expansión; mantener toda la expansión – la restricción al tamaño del balance depende de la solvencia del Banco Central. EE.UU. según Reis, aún está lejos del límite.
- Todavía queda munición: el tipo de las reservas



Los efectos de QE

- El efecto de los tipos de interés bajos (negativos) sobre sectores fundamentales para el crecimiento de la economía: la banca, el sector asegurador y los fondos de pensiones. El efecto sobre la banca es bastante claro:
 - Economista jefe del BCE argumenta que los bajos tipos mejoran la economía, reducen la morosidad, aumentan la recuperación de provisiones y la demanda de crédito...
 - Pero luego llegan los Anejos IX y además directamente reducen el margen de intereses, reduce la demanda de crédito de las empresas grandes (sustituyen por mercado) ejerciendo todavía mayor presión competitiva sobre los tipos
- Políticas macroprudenciales para limitar los riesgos de inestabilidad financiera (límites al LTV, al LTI) han demostrado sus limitaciones
- Aumento reciente de las expectativas de inflación en EE.UU. y contagio a Europa -> subida tipos y spreads -> sorpresa: lectura positiva del BCE – hay más activos que cumplen los requisitos para poder ser comprados en el programa de QE....



La gran pregunta

- Los bajos tipos de interés destruyen los modelos de negocio de bancos , la solvencia de aseguradoras y la rentabilidad de los fondos de pensiones. ¿Se puede pretender una asignación eficiente del capital en estas condiciones? ¿Hasta cuando pueden los bancos centrales seguir doblando la apuesta? ¿Tiene límite el proceso martingala de Bill Gross? ¿Afectará finalmente a la independencia de los bancos centrales?
- Pero la gran pregunta es, ¿Dónde invierto mis ahorros ante la Apocalypse now? O peor aún ¿Dónde coloco los 1.500 millones de mis clientes?



**Universitat
Pompeu Fabra**
Barcelona