

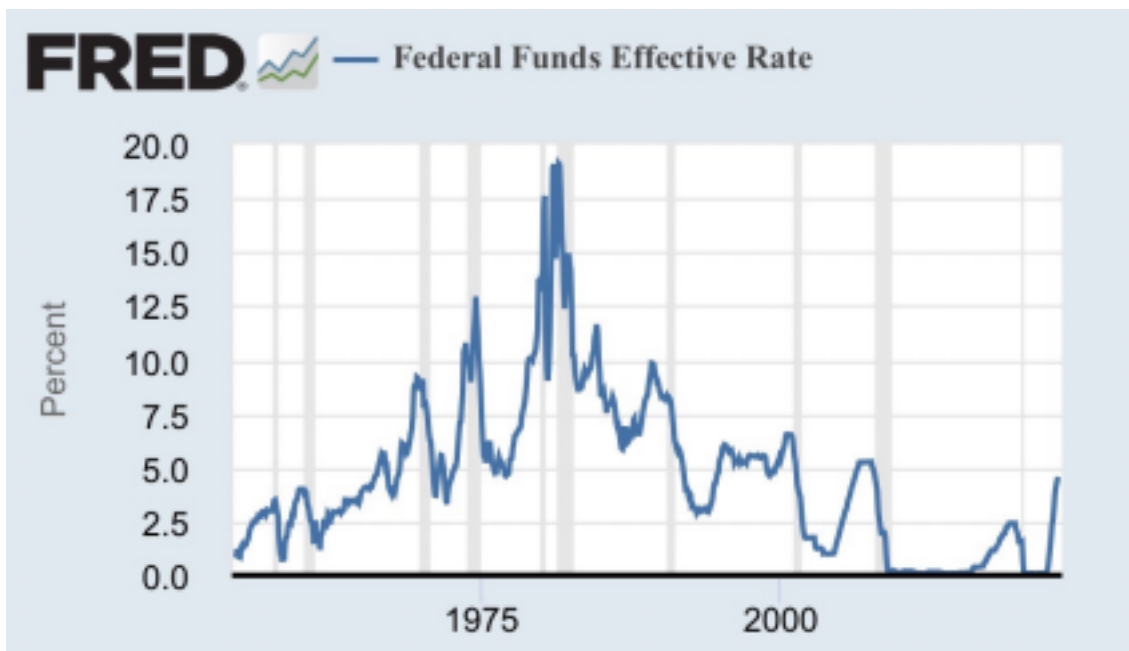


JCD

MARZO 2023

José Carlos Díez - Marzo 2023

La pandemia forzó un confinamiento forzoso y una grave crisis económica que aún padecemos sus consecuencias. La principal fue el rebrote de inflación a niveles no vistos desde hace 40 años. La causa principal fue la crisis del gas, agravada por la invasión de Ucrania, y después la inflación de alimentos, amplificada por la intensa sequía sufrida en Europa el pasado año. También el coste de los fletes por la política de Covid cero de China. El gas está por debajo de 50 €/MWh, por encima aún de los 20€ antes de la pandemia pero muy lejos de los 250€ que alcanzó el pasado mes de agosto. Los fletes desde China ya cuestan lo mismo que antes de la pandemia. Y falta los alimentos: hasta que no se normalicen los ciclos de cosechas y la oferta los precios seguirán elevados.

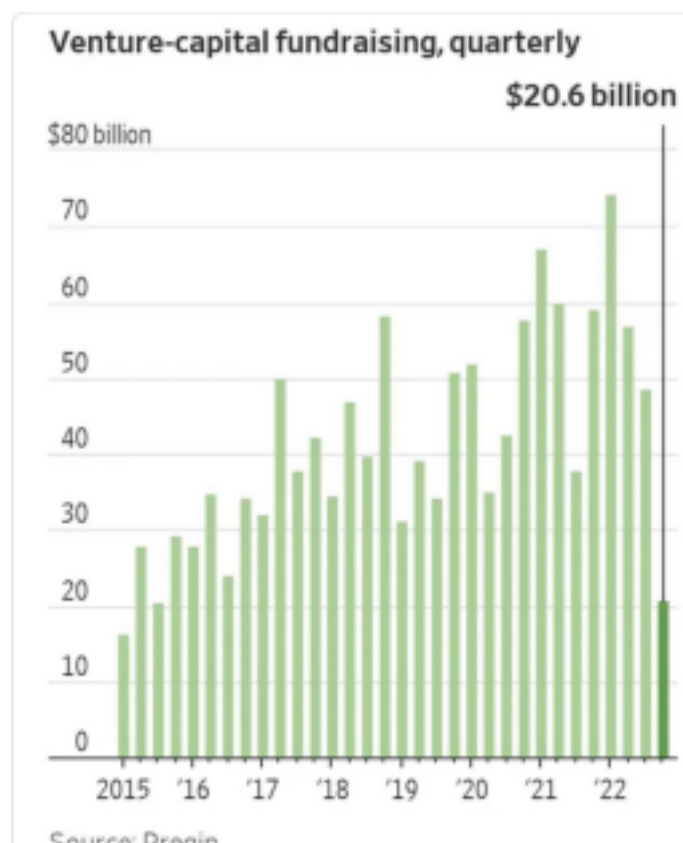


La otra consecuencia derivada de la crisis y de la inflación es que los bancos centrales se han visto forzados a desmontar su ultraexpansiva política monetaria de tipos al 0% y compras masivas de deuda que comenzó en 2008. Mensualmente te he ido advirtiendo de los riesgos del elevado endeudamiento y con estos nuevos tipos de interés parte de esas deudas no se pueden devolver. De momento los diferenciales de crédito corporativos y las primas de riesgo de deuda periférica europea y emergente se han mantenido bastante estables. Pero la quiebra del Silicon Valley Bank ha encendido las alarmas.

En el gráfico anterior se puede comprobar que los tipos de la Fed siguen muy por debajo de los alcanzados en 1980 con la crisis del petróleo. Pero han subido a máximos desde el año 2000 y, sobre todo, han subido bruscamente, sin dar tiempo a las empresas y a las familias a adaptarse a la nueva realidad. Y la intención de los banqueros centrales, tanto en EEUU como en Europa, es mantenerlos altos hasta que se enfríen las expectativas de inflación. **Durante 15 años las empresas y familias incorporaron a sus expectativas que lo normal es que los tipos de**

interés estén al 0%. Ahora se tienen que adaptar a la nueva normalidad tipos bajos y por debajo de la inflación, pero no al 0%.

La quiebra del SVB sigue un patrón clásico. Con un crecimiento exponencial del balance y el crédito, el banco triplicó su tamaño en los últimos tres años. Excesiva concentración de riesgo en el sector tecnológico que vivía una burbuja similar a la de los años noventa. Y una estructura de pasivo para financiar ese crecimiento extremadamente vulnerable que dependía al 90% de excesos de tesorería de *Start Up* y *Venture capital, VC*, que no estaba cubierto por el seguro de depósitos.



La subida de tipos de la Fed pinchó la burbuja tecnológica, igual que sucedió en el año 2000. En el gráfico anterior se observa que en el 4tr22 los VC ingresaron por aportaciones de inversores menos de la mitad de fondos que en los y trimestres anteriores y volvieron a niveles de 2015. El FDIC ha intervenido el banco y en breve explicará las causas reales de la quiebra. Pero seguramente los VC empezaron a reducir sus posiciones de liquidez y el banco tenía problemas para financiar sus inversiones. Sus inversiones eran a tipos fijos muy bajos y no estarían cubiertas y al salir a vender habrán dado pérdidas. Y su cartera de crédito a *start up* tendrá más morosidad de la reconocida.

El banco es muy atípico y tiene poco que ver con el resto de bancos en EEUU y especialmente en Europa, donde la burbuja tecnológica ha tenido menos intensidad. El impacto mayor será sobre el ecosistema tecnológico. Muchos fondos y *start up* no podrán disponer de su dinero ni para pagar las nóminas de sus

trabajadores este mes. El crédito ya se había restringido en ese sector y lo hará aún más a partir de ahora.

Los que me seguís en este comentario mensual y [en nuestro blog de LUFund](#) llevamos advirtiendo de esto desde antes de la pandemia. Las *start up* que plantean modelos financieros de fuertes pérdidas durante años, por ejemplo Uber, solo eran viables gracias a la burbuja. Ahora en la nueva normalidad esas empresas tendrán que cambiar sus modelos financieros a generación de caja o morirán por asfixia financiera. **Por esa razón en LUFund sólo invertimos en empresas en crecimiento pero con modelos de generación de caja, para evitar ese riesgo a nuestros inversores.**

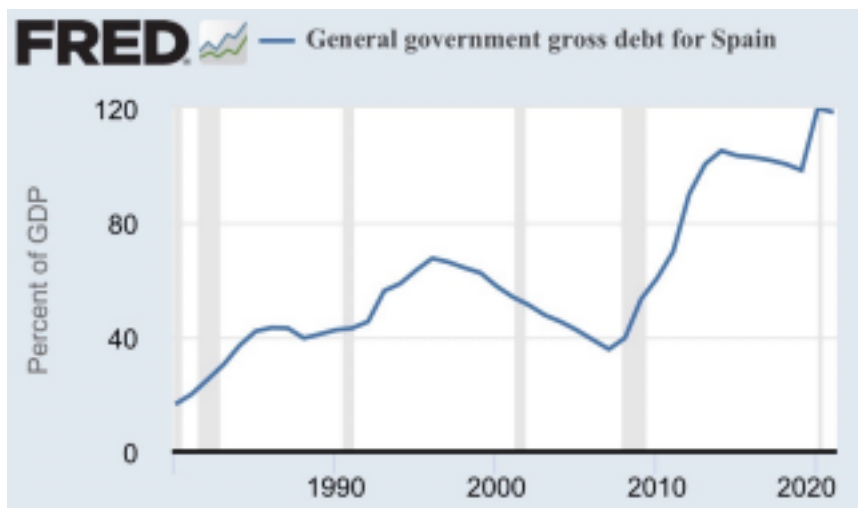


El riesgo en EEUU es que la deuda de las empresas ha crecido mucho desde 2007, como se observa en el gráfico anterior, y especialmente desde 2020 con la pandemia. La Fed ha elevado el tono de nuevas subidas pero el mercado reaccionó con virulencia el viernes comprando bonos de deuda pública refugiándose en activos sin riesgo. El bono a 10 años del Tesoro bajó 30 pb hasta 3,7%, eliminando toda la subida adicional de tipos oficiales desde febrero. **Si hay vida inteligente en la Fed deberían parar las subidas de tipos por prudencia hasta que pasen los nervios.**



El BCE debería parar aún con más motivos. La Fed tiene una economía creciendo al 3%, con una tasa de paro por debajo del 4% y más presiones sobre la inflación doméstica y salarios. La Eurozona está ya estancada y más tensión financiera la metería en recesión rápidamente. Además, como sucedió en el año 2000, si los ahorradores europeos, principalmente alemanes, deciden protegerse en deuda pública de su país para no asumir riesgo cambiario el dólar sufrirá una intensa fuga de capitales, apreciando el euro, lo cual sería equivalente a una subida de tipos oficiales. El problema es que el BCE desde 2007 sistemáticamente llega tarde para mantener la estabilidad financiera.

Nuestro sistema bancario esta vez no será la causa de la inestabilidad como sucedió en 2008. Ahora tienen más depósitos que créditos y no dependen de la financiación en los mercados de capitales. Esto es un dique de protección clave que no existía en 2007. La deuda de las familias españolas es 40 puntos de su renta disponible inferior a la de 2007. La deuda de las empresas españolas es 30 puntos inferior ahora a la de 2007 y está menos concentrada en deuda de promotores y constructores. España tiene un ecosistema de *Venture Capital* y tecnológico poco desarrollado, con tickets de financiación pequeños. Muchas de esas nuevas *start up* sin modelos financieros que generen caja sufrirán pero no pondrán en riesgo la estabilidad del sistema.



El telón de Aquiles de la economía española ahora es la deuda pública. En el gráfico anterior se observa que la deuda se sitúa en máximos no vistos desde 1903 y es casi el triple que en 2007. El principal problema de nuestra deuda pública es el déficit público estructural que arrastramos desde 2007. Se revirtió en exceso con el austericidio. El déficit primario estructural, eliminando los efectos del ciclo y de los tipos de interés de la deuda era del 5% del PIB en 2010 y en 2014 había un superávit del 3%. 8 puntos en 4 años fue una exageración que agravó la crisis de la deuda y puso en riesgo el euro y el proyecto común europeo. Después el BCE hizo lo que debía y con Rajoy en Moncloa aumentó el déficit estructural hasta 2017 en 3 puntos de PIB y Pedro Sánchez desde entonces 1,5 puntos.

El problema principal es el agujero de las pensiones que se ha agravado al volver a

revolarizarlas con el IPC (en el año del mayor IPC de los últimos 40 años). El ministro Escrivá dijo que se podían subir las pensiones con el IPC porque había dinero. Luego para cumplir con Bruselas dijo que subió las cotizaciones a la Seguridad Social 0,6% a todos los trabajadores sin que eso les genere derecho a pensión futura. **Tras 140 años de historia de la Seguridad Social este ministro ha roto el principio contributivo, con el apoyo de los sindicatos y rompiendo la negociación colectiva y sin consenso con la Patronal.** Ahora, ante el rechazo de Bruselas, ha doblado ese impuesto a todos los trabajadores y acaba de meter un impuesto a todos los salarios altos por encima de las bases contributivas que llegará hasta el 6% adicional de su salario.

La medida no resuelve el problema de sostenibilidad de las pensiones que se tendrá que afrontar en el futuro. Y supone una subida de impuestos encubierta a 20 millones de trabajadores para pagar las pensiones de 10 millones de españoles sin que ellos les supongan más derechos en el futuro. El problema es que el agujero del sistema público de pensiones se financia con deuda pública. Y cada año el Tesoro Público tienen que emitir unos 270.000 millones de deuda para que la noria siga girando. **Si la crisis del SVB provoca un nuevo episodio de inestabilidad financiera, aumentará nuestra prima de riesgo y financiar el agujero del sistema de pensiones drenará dinero de la sanidad, de la educación, de la dependencia, del ingreso mínimo vital, de la seguridad, etcétera.**

Si la prima sube mucho y los inversores internacionales dejan de confiar en nuestra deuda pública, como sucedió en el verano de 2012, habrá que hacer recortes y subidas de impuestos de nuevo. Recortes y subidas que se podrían haber evitado diciendo la verdad a los españoles hace años, explicándoles que no se puede vivir toda la vida a crédito. En 2012 no había inflación y los recortes tuvieron que ser nominales. Ahora habría bastado con limitar la subida de pensiones por encima del salario mínimo al 4%, como ha hecho Antonio Costa en Portugal, e igualarlos a la subida de salarios de los 20 millones de trabajadores que pagamos impuestos y financiamos al estado.

El Gobierno de EEUU, la Fed y el FDIC anunciaron anoche que devolverán el 100% de los depósitos del SVB. Esperemos que sirva para calmar los miedos.