

Un momento Lehman

Posted on 5 de octubre de 2022 by José Antonio y Miguel Ángel Herce

Siempre causa sorpresa ver a un gobierno autodestruirse a los pocos días de formarse. Y si es un gobierno británico, todavía más. Es comprensible que tras los recientes días de luto en que los habitantes del Reino Unido y sus líderes demostraron tan envidiable unidad, con las cualificadas excepciones, por descontado, que Juan de Mairena considera necesarias para progresar hacia la regla perfecta, es decir, la que solamente tiene excepciones; es comprensible, decimos, y hasta previsible, que tras esos admirables días, los británicos y sus gobernantes estuvieran impacientes por volver al deporte que los apasiona de un tiempo a esta parte. Nos referimos a la habilidad con que los británicos son capaces de socavar los cimientos de su propia sociedad e instituciones, mientras nos cuentan el desastre con un envidiable sentido del humor.

Pero con ser comprensible y previsible, esta habilidad británica –y universal– se ha manifestado con tanta exuberancia y generosidad que ha puesto los pelos de punta a los participantes en los mercados financieros internacionales y en las cancillerías de medio mundo. Los banqueros centrales, ese sumo sacerdocio de la palabra fácil e inescrutable, agítanse tras las délficas paredes que los protegen, dispuestos a salvar lo insalvable. Este es, en fin, un caldo de cultivo favorable a la aparición de esa especie de rémora financiera llamada «*the short*», útil y oportunista a la vez, que se apresta a cumplir sus inestimables

servicios. *For a fee*.

Pongamos orden, admirado gemelo, porque la narrativa lo requiere.

El choque de la invasión de Ucrania

Aun a costa de abusar del término, todo «empieza» con la invasión de Ucrania por Putin el **pasado 24 de febrero** y las sanciones que casi automáticamente fueron impuestas a Rusia por Estados Unidos, la Unión Europea y sus aliados. A estas sanciones se opusieron las restricciones al suministro de petróleo y gas rusos, de los que Europa, Alemania en especial, tanto han venido dependiendo por décadas. Las consecuencias, no deseadas pero tampoco inesperadas, de la invasión, sanciones y contra sanciones no se hicieron esperar. Consideremos en primer lugar las consecuencias sobre la relación entre las monedas más relevantes en los mercados de cambio internacionales, el dólar estadounidense (USD), el Euro (EUR), la libra esterlina (GBP), el yen japonés (JPY) y, qué le vamos a hacer, el rublo ruso (RUB).

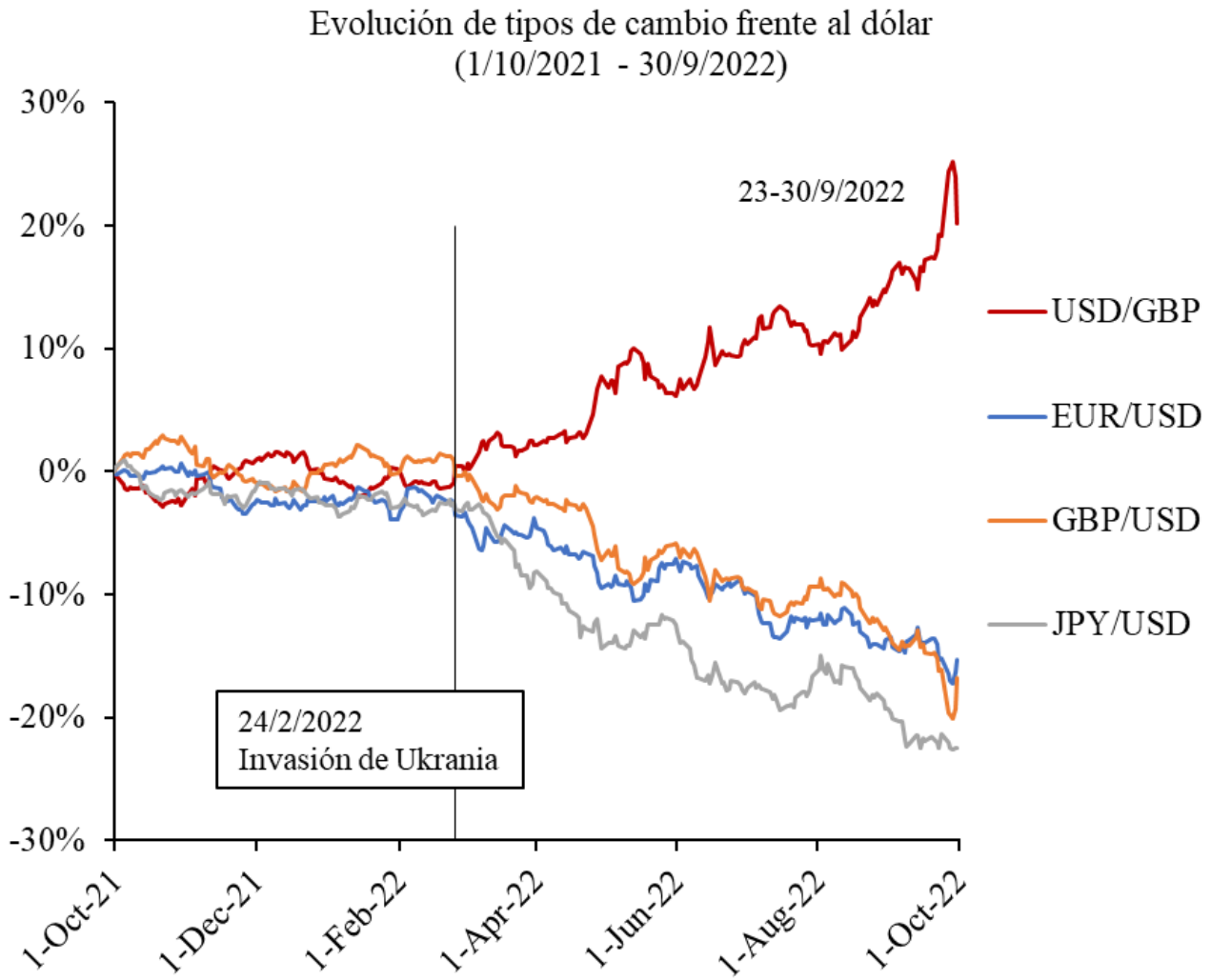
El rublo ruso, que una semana antes de la invasión venía cotizando en torno a 75 rublos por dólar, se depreció hasta los 139 por dólar el 8 de marzo pasado (es decir, el dólar se apreció en un 85,3% en poco más de dos semanas). Sin embargo, desde finales de mayo pasado, el rublo se ha estabilizado en torno a los 60 rublos por dólar. Es decir, desde finales de mayo pasado es el dólar, la moneda de reserva por excelencia, la que se ha depreciado con respecto al rublo, en torno a un 20%.

Las razones de esta reversión en el tipo de cambio RUB/USD son varias y hoy se entienden bien. A pesar de varios impagos de importantes cantidades de deuda y a pesar de las sanciones contra Rusia (que paradójicamente redujeron importaciones y, por lo tanto, la conversión de rublos en moneda extranjera para pagarlas), el estado ruso fue capaz de impedir salidas de capitales, forzó a sus compradores de gas y petróleo, en su mayoría europeos, a pagar en rublos y ha utilizado parte de sus amplias reservas para defender su moneda, además de aumentar considerablemente sus tipos de interés. Rusia se enfrenta, sin embargo, a problemas a medio y largo plazo posiblemente mucho más serios de los que ha causado. Pero de esto trataremos en una entrada futura.

La fortaleza del rublo se ha manifestado en aumentos iniciales del precio del petróleo, que alcanzó máximos a finales de mayo de este año (117.24 USD por barril para el *West Texas Intermediate*), pero hoy ha descendido hasta 79.49 (a 30 de septiembre), es decir, aproximadamente un 32%. El precio del gas natural ha seguido una trayectoria similar. Se duplicó entre el inicio de la invasión de Ucrania y el 22 de agosto pasado (4,59 USD por

millón de BTUs el 23 de febrero pasado y 9,71 USD el 22 de agosto) y hoy ha bajado un 30% (a 6.8 USD por millón de BTUs, a 30 de septiembre). Los precios del petróleo y gas natural están bajando significativamente, pero el daño causado por sus súbitas e importantes subidas anteriores persiste.

Pero si el dólar se ha depreciado frente al rublo, el resto de las monedas importantes, como la libra, el euro, el yen, y hasta el yuan chino y la rupia india, se han depreciado todavía más. Es decir, se han depreciado frente al dólar. Se han depreciado de tal manera, que uno de los gráficos más dramáticos que los mercados financieros nos han ofrecido en estos meses –y, créannos, nos han ofrecido muchos– es el que compara la cotización de estas monedas frente al dólar durante el año que terminó el pasado viernes 30 de septiembre. En este gráfico, en que se muestra el cambio porcentual cumulativo durante el mencionado año del euro, la libra y el yen con respecto al dólar y el cambio porcentual cumulativo del dólar con respecto a la libra, se observa la depreciación de aquellas y la correspondiente apreciación de este. Tras unos meses de indecisión, desde el primero de octubre de 2021 hasta el 23 de febrero de 2022, la disrupción en los mercados de cambio internacionales, consecuencia directa de la invasión de Ucrania, se amplifica sin solución de continuidad hasta hoy.



Elaboración propia. Fuente: Yahoo Finance

Todo en este grafico es dramático, pero observen la punta de lanza que se produce en la cotización del dólar frente a la libra –y la correspondiente e inversa punta de lanza que se observa en la cotización de la libra frente al dólar– en la última semana de este periodo, del 23 al 30 de octubre de septiembre. Un rápido movimiento al alza seguido por un casi tan rápido movimiento a la baja del dólar frente a la libra o, a la inversa, un rápido movimiento a la baja seguido por un casi tan rápido movimiento al alza de la libra frente al dólar. Obsérvenlo con atención, ya que dedicaremos el resto de nuestra reflexión a esta semana crítica en la vida de una moneda, la libra esterlina, que en sus días, ya lejanos, de preeminencia fue la admiración de propios y extraños.

Los antecedentes

Hasta el 23 de septiembre pasado, la evolución de la cotización del euro y de la libra frente al dólar era muy similar, ambas cotizaciones reflejando el impacto de las subidas de precios energéticos tras la invasión de Ucrania, las resultantes presiones inflacionarias en ambas regiones, el relativamente menor impacto inflacionario en Estados Unidos y, muy importante, la mayor rapidez e intensidad con que el banco central americano respondió a dichas presiones inflacionarias, subiendo el tipo básico de interés con respecto a los tipos básicos en UK y la zona Euro. Existen dos razones fundamentales tras estas evoluciones tan diferentes.

En primer lugar, la considerable dependencia energética de Europa (el legado de los pasados y presentes cancilleres alemanes se está reexaminando cuando escribimos esto, en especial el de la Sra. Merkel), en contraste con la ausencia de tal dependencia en Estados Unidos, ha creado un cuña en las presiones inflacionarias causadas por los elevados precios energéticos. A esta diferencia hemos de añadir la más rápida respuesta del Banco Central estadounidense, como acabamos de comentar. Menor inflación y mayores tipos de interés en Estados Unidos favorecen al dólar, en detrimento de la libra y el euro, ya que inversiones en dólares pierden menor poder adquisitivo y rinden más. El resultado es que inversores compran dólares a cambio de libras y euros, revalorizándose aquel y devaluándose estos. Así de sencillo. La devaluación del yen es debido fundamentalmente a los tipos de interés japoneses, todavía anclados cerca de cero, ya que su tasa de inflación es bastante menor que en Estados Unidos, UK o Europa.

Este es, a grandes pero esenciales rasgos, el escenario en que se ha representado la tragicomedia que hoy nos ocupa.

Liz Truss y su *chancellor* salen a escena y en una semana se arma la marimorena

Si el invierno se anticipa con sabañones en casi toda Europa (es decir, mayores gastos de energía aun con termómetros más bajos) y si Alemania se enfrenta a una posible lenta y desagradable decadencia en un futuro no muy lejano, los ciudadanos británicos se enfrentan a descomunales facturas energéticas en cosa de pocas semanas. Lo que es peor, los ciudadanos británicos se enfrentan a Liz Truss, la primera ministra del Reino Unido y líder del Partido Conservador desde septiembre de 2022, y a su ministro de hacienda (*chancellor of the exchequer*) Kwasi Kwarteng, quien el pasado 23 de septiembre, presentó un «mini presupuesto» como si fuera una granada de mano a la que le estaba quitando la espoletaLos múltiples detalles del mini presupuesto se pueden consultar en https://www.theguardian.com/uk- news/2022/sep/23/kwasi-kwarteng-mini-budget-key-points-at-a-glance..

El *chancellor* anunció una rebaja de impuestos –sí, también a las rentas más altas y del impuesto de empresas– y una congelación de las facturas energéticas en torno a 2.500 libras anuales, para evitar las 6.000 libras, o más, que se estima podrían llegar a suponer en ausencia de la intervención. Naturalmente, para que el *flashback* a los cortes de impuestos y aumento de la deuda nacional que hicieron al presidente Reagan un héroe de los conservadores americanos sea completo, el mini presupuesto de Mr. Kwarteng contempla la financiación de estas medidas por medio de la emisión de deuda.

Las reacciones no se dejaron esperar. Tras el fin de semana del 24 y 25 de septiembre, la libra se desplomó un 5% frente al dólar (se recuperó hacia finales de la semana, véase el gráfico que hemos comentado), el tipo de interés en los bonos del tesoro aumentó en 80 puntos básicos (0,8 puntos porcentuales, del 3,5% al 4,3%, pero bajando al 4,05% el viernes 30 de septiembre), la bolsa se desplomó y la diferencia entre la estimación del voto laborista y conservador se disparó a 33 puntos porcentualesUn buen relato de esta lista de calamidades se puede seguir en https://www.theguardian.com/uk-news/2022/sep/30/how-kwasi-kwarteng-mini-budget-hit-uk-economy-in-numbers. Pone los pelos de punta.. Todo esto en cosa de pocos días.

El momento Lehman

Por si lo anterior no fuera suficiente, las aventuras de Liz Truss y Kwasi Kwarteng crearon una situación que obligó al Banco de Inglaterra, a media semana, a intervenir en los mercados de bonos del tesoro con una inyección de 65 mil millones de libras. A bote pronto, sin largas negociaciones y tejemanejes. Una intervención sin la cual hubieran podido esfumarse cientos de miles de millones de libras en activos destinados a pagar pensiones privadas valoradas en más de un billón y medio de libras esterlinas. Es decir, un 68,2% del PIB del Reino Unido (2,2 billones de libras en 2021).

En el sistema británico de pensiones privadas, las de empleo, en su modalidad de «prestación definida», suponen el componente más importante, con mucho, de todas ellas, llegando a un valor de activos por encima de 1,5 billones de libras.

El mundo de los bonos del tesoro es, sin duda, el menos glamuroso de todos los mercados financieros, caracterizado por una estabilidad en la que se refugian los inversores menos aguerridos. Excepto cuando deja de ser estable porque en alguno de sus apacibles rincones se han ido acumulando riesgos que nadie, excepto voces aisladas, consideran que pueden llegar a materializarse.

Durante los últimos quince años, uno de estos rincones, en el Reino Unido, ha sido el mundo

de los fondos de pensiones de empleo de prestación definida. Si de pagar pensiones se trata, los fondos de inversión en que se acumulan los activos que han de pagarlas invierten en bonos del tesoro a largo plazo, precisamente por la garantía que ofrecen. Sin embargo, los muchos años de bajos tipos de interés han complicado la vida a los gestores de dichos fondos por su bajo rendimiento. La «solución» a este problema fue la de apalancar las inversiones en bonos del tesoro, es decir, pedir préstamos con el colateral de los bonos del fondo y comprar… ¡más bonos del tesoro! (Y alguna que otra acción de bolsa)Los aspectos técnicos de las estrategias de apalancamiento que describimos se encuentran cubiertos en dos artículos extraordinarios:
https://www.dailymail.co.uk/news/article-11264825/Is-real-scandal-financiers-able-risk-pensions-asks-GUY-ADAMS.html y
https://johnhcochrane.blogspot.com/2022/09/a-familiar-finance-fable-in-uk-bonds.html..

El problema con bonos a largo plazo, digamos 20 o 30 años, ya sean del tesoro o emitidos por empresas, es que una subida importante de tipos de interés puede reducir sus precios considerablemente. Cuando los bonos que bajan de precio porque suben los tipos de interés son colaterales de los préstamos obtenidos por los fondos de pensiones de los que venimos hablando, el prestamista se pone nervioso (ya que su colateral está perdiendo valor) y empieza a exigir más colateral. El fondo de pensión no tiene, en este caso, otra solución que vender bonos de su portafolio, lo cual hace bajar su precio todavía más. Ustedes se hacen una idea, queridos lectores, de por dónde van los tiros. La subida de tipos de interés desatada por Liz Truss y Kwasi Kwarteng tuvo la desafortunada e inmediata consecuencia de deprimir el precio de los bonos del tesoro, destruir el valor del colateral de los prestamistas a los fondos de inversión, lanzar llamadas de emergencia a los fondos de pensiones, los cuales se aprestaron a vender bonos del tesoro, deprimiendo su precio todavía más.

Esta es una espiral que destruye valor rápidamente si no se ataja con decisión. La intervención del Banco de Inglaterra, comprando bonos del tesoro por valor de 65 mil millones de libras fue decisiva para acomodar las ventas masivas que los fondos de pensiones se vieron obligados a realizar, proporcionando la liquidez que el mercado necesitaba y poniendo fin a la espiral de reducción de precios de los bonos. Una intervención que logró frenar las subidas de tipos de interés en cosa de dos días.

La decisión del Banco de la Reserva Federal americano, un 15 de septiembre de 2008, de no proporcionar la necesaria liquidez al legendario banco Lehman Brothers, en una situación de pánico financiero similar, precipitó su bancarrota y marcó el comienzo oficial de la crisis financiera de 2008. Las acciones del Banco de Inglaterra han conseguido, de momento, detener la hemorragia. Hace poco más de treinta años, un casi desconocido George Soros labró su reputación y su fortuna apostando contra el Banco de Inglaterra, que se empeñó en

defender la libra esterlina dentro del mecanismo de cambios europeo. George Soros forzó al Banco de Inglaterra a desprenderse de reservas en moneda extranjera, obligándole a comprar libras hasta que el Banco fue incapaz de perder más reservas. La libra esterlina abandonó el mecanismo de cambio, se devaluó y el Sr. Soros se embolsó mil millones de libras. Y se convirtió en el «*short*» por antonomasiaUn short es un inversor que toma una posición «corta», es decir, vende, en un mercado financiero. Por ejemplo si pienso que una acción va a bajar de precio, pido prestada la acción a mi gemelo, por supuesto, y la vendo al momento, pongamos a 100 euros. Si el precio de la acción baja a 50 euros en un par de días, la compro por 50, se la devuelvo a mi gemelo, con 1 euro de intereses, y me gano 49 euros y su sempiterna animadversión. Si la acción no baja y mi admirado gemelo me pide que se la devuelva, tendré que comprarla, digamos a 130 euros, en cuyo caso he hecho de la torta un pan. George Soros entendió que la libra no podía ser sostenida por el Banco de Inglaterra, aposto fuerte y ganó..

La debacle de la semana pasada en el Reino Unido tiene sus antecedentes en la complicada situación energética e inflacionaria en que está sumida toda Europa, pero las irresponsables decisiones de Liz Truss y su chancellor son *Made in the UK*. ¿Cuánto apuestan a que habrá más aventuras?Ya revisando esta entrada para su publicación nos llega la noticia de que el gobierno británico ha dado marcha atrás y ha decidido no eliminar la tasa del 45% a rentas más altas. Una decisión que la BBC ha calificado de «extremadamente humillante». Más que el caos, lo que nos preocupa es la incompetencia.