

Apuntes fedea

finanzas

02

Jaque mate

por Tano Santos
(Columbia University y Fedea)

junio de 2011

Las noticias económicas se suceden con velocidad vertiginosa y más allá de los inevitables dientes de sierra que suceden en los mercados, que cuando al alza relajan el celo activista de nuestros gestores de política económica, nuestra situación es de franco deterioro, aun cuando éste consista sólo en no mejorar pues la depreciación de todo, de nuestro capital físico y humano, de nuestra opciones de política económica, constituyen también una pérdida. Como en las partidas de ajedrez el juego se desarrolla ahora de una forma mecánica y uno siente que, quizás de forma algo melodramática, la economía española está sujeta a un jaque mate inevitable como consecuencia de los problemas tremendos de refinanciación de nuestras entidades de crédito, cajas y bancos principalmente, a no ser que se produzca una intervención decidida por parte de nuestras autoridades que permita retomar la iniciativa. Quiero en este Apunte parar un momento y ofrecer una vez más el diagnóstico del problema (en la primera parte) y los escenarios probables que se siguen del mismo (en la segunda parte), pero haciéndolo de una forma que lo ligue con nuestra tesitura actual y lo que se nos viene encima. Quiero además corregir y repensar con vosotros algunas de las cosas que he escrito en el blog Nada es Gratis porque sinceramente la situación ha cambiado tanto que ya no creo sean relevantes y que, en fin, requieren reconsideración. Todo ello lo hago utilizando nuestra pertenencia al euro como hilo conductor de nuestra situación actual pues en lo que se refiere a esta crisis hay que repetir algo que no se hace con la frecuencia necesaria: Nuestra pertenencia al euro lo hace todo novedoso y no hay ni guías ni mapas que nos permitan el consuelo de informar nuestras decisiones en las fuentes de experiencias pasadas.

1. Diagnóstico y evaluación

El euro y España

La contribución del euro a la economía española es que por primera vez resuelve un problema histórico de nuestro país que es la falta de capital, o mejor dicho la dificultad de atraer capital extranjero que no estuviese estrictamente ligado a actividades exportadoras en nuestra economía, esto es, a actividades naturalmente generadoras de divisas (como, por ejemplo, la fabricación de automóviles.) Y esto permite, y también

por primera vez, que el ahorro de los grandes países exportadores como Alemania pueda “reciclarse” en activos españoles. Todo esto tenía para nuestra economía una implicación también novedosa y es que con nuestra entrada en el euro se abría también la posibilidad de la aparición de importantes déficits en nuestra balanza comercial, lo que no era descabellado dada la brecha de productividad y los diferenciales de inflación tradicionales con respecto a nuestros socios comerciales. Con anterioridad dicho reciclaje en pesetas era difícil por la mala reputación de nuestra antigua moneda, debida a la práctica habitual de devaluarla en cada una de las crisis, como sucedió hasta mediados de los 90, y también por la inexistencia a todos los efectos de mercados que permitiesen la cobertura del riesgo cambiario de nuestra antigua moneda y esto, necesariamente, impedía fuertes deterioros de la balanza comercial pues los ahorradores extranjeros negaban el necesario reciclaje en pesetas para financiarlos. La figura 1 muestra la evolución de nuestro saldo comercial como porcentaje del PIB desde 1980 y también de Alemania. En rojo estas marcadas las devaluaciones y en verde la entrada en el euro. Mucho se ha comentado la bajada de los tipos de interés, la consolidación fiscal y otras cosas que acontecen en este periodo y todo ello es muy importante pero lo dejo un poco de lado precisamente por eso, porque es muy comentado, pero el lector hará bien en tener estas cosas en la cabeza también.

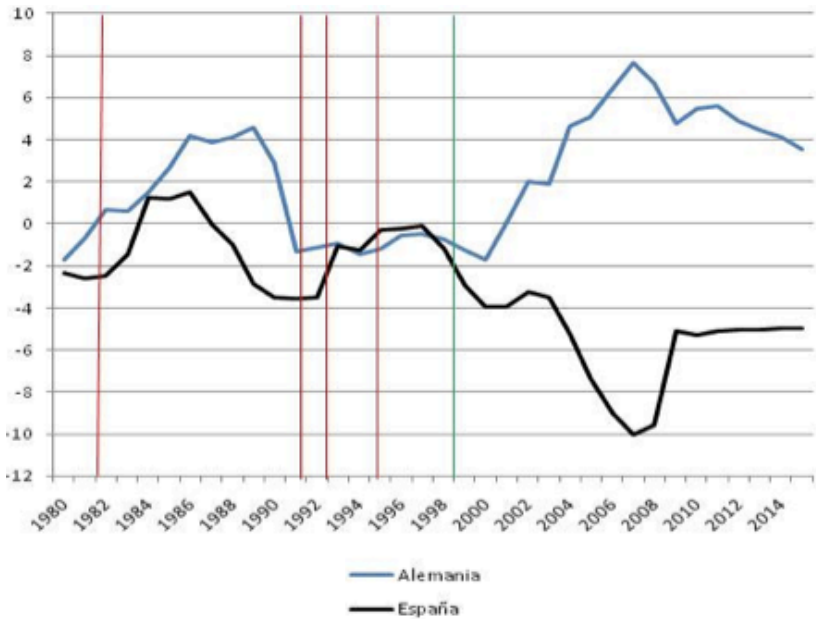


Figura 1: Déficits por cuenta corriente como porcentaje del PIB para Alemania y España. 1980-2015, estimaciones a partir de 2010. Las líneas rojas denotan las devaluaciones de 1982, las dos de 1992, 1993 y 1995 y la línea verde la introducción del euro. Fuente: FMI

La entrada en el euro permite además la expansión internacional de nuestras grandes compañías, que por primera vez pueden emitir en una moneda, el euro, que es aceptada internacionalmente y que les permite financiar dicha expansión. Un ejemplo que puede mostrar esto de una forma clara es la adquisición por parte de Santander (o mejor dicho, en aquel momento BSCH) de Abbey que se hizo, recuérdese, mediante el canje de acciones: ¿Alguien se cree que tal canje hubiera sido posible si las acciones del BSCH hubieran estado denominadas en pesetas?

Pero como ya he mencionado en lo que aquí nos interesa el impacto de nuestra entrada en el euro es que por primera vez el capital extranjero puede entrar en actividades no generadoras de divisas pues dichas actividades puramente domésticas generan ahora una moneda aceptable internacionalmente, que es el euro. Aquí inmediatamente se introduce una variable insólita en nuestra economía: El ahorro extranjero invertido en actividades domésticas, más que en actividades encaminadas a la exportación, está ahora intermediado por instituciones domésticas, bancos y cajas principalmente, que son las que tiene el “conocimiento” de las oportunidades de inversión locales.

Por tanto a la entrada en el euro se juntan tres cosas: Una inicial, la falta de capital que hace muy altos los rendimientos esperados de la provisión del mismo; segundo, se produce la “invertibilidad” de nuestro país como consecuencia de que la devaluación se elimina como riesgo y también la consolidación fiscal que da garantías de estabilidad y solvencia, además de un proceso de privatización de las grandes empresas publicas que señala a los inversores un compromiso de nuestro país con la economía de mercado no intervenida; y, tres, una innovación financiera, la titulización (y la vieja hermana de cualquier innovación, la calificación crediticia) de la que nuestro país hace uso para soslayar el déficit de conocimiento al que los inversores extranjeros se enfrentan cuando invierten en nuestro país a través de intermediarios españoles, bancos y cajas de ahorro, en activos locales, básicamente activos inmobiliarios. Además la fuerte apreciación de dichos activos fortalece la garantía de los avales justificando la refinanciación de los préstamos.

El resultado de todo este proceso es un fuerte proceso de endeudamiento privado que, a diferencia de otros ciclos, tiene el componente fundamental de estar en gran medida guiado y sostenido por el ahorro extranjero como demuestran nuestros fuertes déficits por cuenta corriente en los últimos años. Nótese también que más allá de las emisiones del Tesoro, siempre presentes, el sector público estaba ausente de este proceso de “transformación” de activos locales en pasivos internacionales, pues con anterioridad se había producido la privatización del sector bancario público concentrado en Argentaria. Esto es, es el sector privado el que es el motor de este endeudamiento.

Además nuestra economía siempre había sido una con tradicionales problemas de competitividad y una necesidad crónica de financiación de déficits externos, esto es de conseguir divisas para importar, y esto por su propia lógica restringía la posibilidad de que se desarrollasen fuertes déficits por cuenta corriente. Estos déficits, por cierto, aparecían cada vez que se entraba en un sistema de paridades fijas, y se resolvía con la inevitable devaluación, ahora formal. Por motivos a los que volveremos más abajo, nuestra economía jamás desarrollo un modelo productivo que primase los superávits externos y esto, en sistemas de paridades fijas, nos aboca una y otra vez a devaluaciones, encubiertas o no.

En resumen, el euro abrió una posibilidad insólita en nuestra historia económica y es la del reciclaje de los ahorros de las grandes economías exportadoras en activos españoles, lo que resultó en unos balances de las grandes instituciones financieras de países exportadores, léase Alemania, muy expuestos al riesgo de activos españoles, emitidos por intermediarios españoles principalmente. Como el mismo BIS señala en su último informe trimestral de Junio de 2010 (véase la Figura 2 más abajo), los bancos cuyas sedes sociales se encuentran en un país de la eurozona, pero excluyendo a España, tienen una exposición de 727 billones de dólares de exposición de riesgo a nuestro país, de los cuales solo una parte menor es deuda emitida por las AA.PP. Efectivamente para el caso de nuestro acreedor más influyente que es Alemania, la mayoría de los activos ligados a España en sus balances son precisamente pasivos de las entidades financieras españolas. No es sorprendente por tanto que nuestros socios alemanes tengan un interés en una pronta resolución positiva, y que no involucre quiebras y quitas, de los problemas que acucian a nuestro sector financiero.

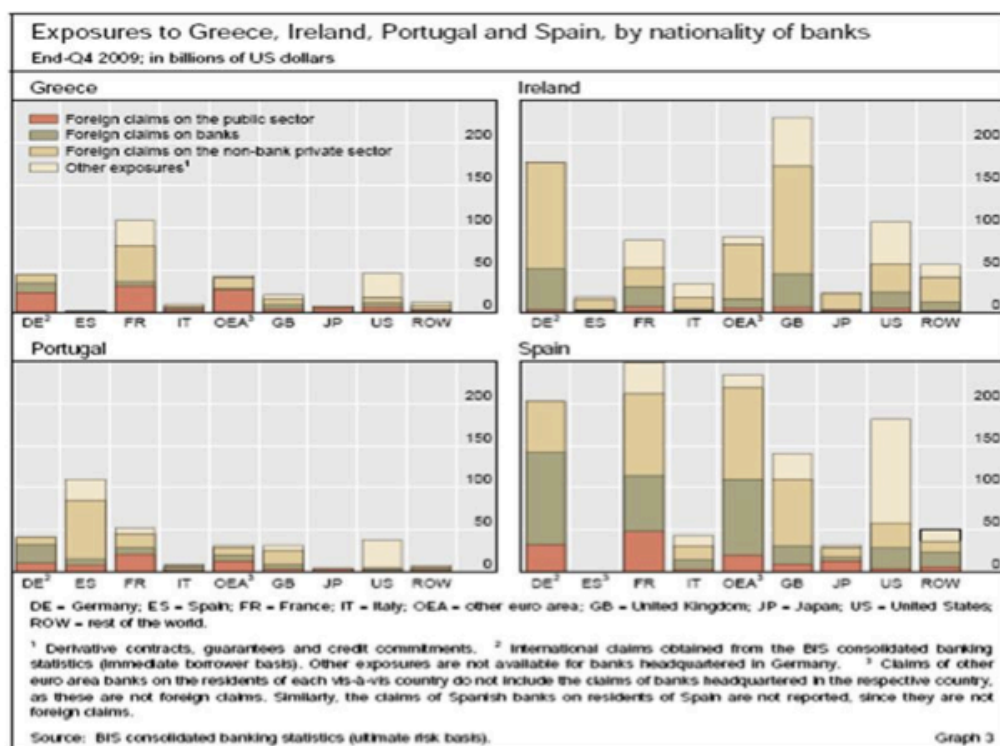


Figura 2: Exposición al riesgo de Grecia, Irlanda, Portugal y España por país tenedor en billones (anglosajones) de dólares. Fuente: BIS Informe Trimestral, Junio 2010, Gráfico 3.

Y la consecuencia fundamental de esto: Por primera vez en nuestra historia económica reciente se produce un encadenamiento de los balances, fundamentalmente privados, españoles con los de los grandes países europeos, como Alemania y Francia, y que hacen de nuestro país un riesgo sistémico, algo que no hemos sido desde las quiebras de Felipe II allá por el siglo XVI.

La burbuja y la financiación de los bancos

El porqué nuestro país desarrolló de forma virulenta la burbuja inmobiliaria tendría que ser en su momento estudio de objeto detallado pero sospecho que las muchas fricciones, monopolios de concesión y otras cosas bajo las cuales opera nuestra economía no permite el ajuste rápido de la oferta y ello se traduce en una subida de precios de los activos cuando hay a su vez una subida exógena de la demanda (como la de extranjeros que por primera vez se sienten cómodos con una propiedad en España denominada, una vez más, en euros), como fue nuestro caso y ya he intentado explicar más arriba. Esta subida genera, y esto es lo misterioso, una dinámica especulativa de difícil control. Además había una innovación institucional en nuestra economía con una necesidad de crecer a toda costa que eran las cajas; efectivamente el crecimiento de nuestras cajas de ahorro es sencillamente espectacular y consiguen quitar a los bancos tradicionales en crisis a finales de los 80, un porcentaje muy importante de los depósitos, pero como explicaré más abajo no esto todo lo que está detrás de la financiación de la expansión crediticia de las cajas. Un aclaración, la tan repetida bajada de los tipos de interés no es suficiente para explicar ni la existencia ni el tamaño de nuestra burbuja, pues esta bajada es generalizada y la burbuja no ocurre en todos los países que experimentan la mencionada bajada de los tipos de interés; las causas de nuestra burbuja hay que encontrarlas en la peculiar rigidez de estructura económica. Pero en fin, tanto se ha hablado de esto que no quiero repetirme más allá de señalar que la misma se financió en gran medida con el ahorro externo, lo que es más impresionante si se piensa que el nuestro es un país de gran ahorro para comenzar.

Hay algo que por el papel que juega en nuestra situación actual en lo que es preciso insistir. La burbuja, las “buenas” oportunidades de inversión, hacía que ni el notable crecimiento de los depósitos, ni el crecimiento

orgánico mediante reservas y beneficios retenidos fuese suficiente para alimentar la expansión crediticia de nuestras entidades financieras, especialmente las cajas. Y es aquí donde las instituciones españolas utilizaron mecanismos novedosos, cuya factibilidad estaba estrictamente ligada a nuestra entrada en el euro, para obtener fuentes de financiación externa que añadiesen a las tradicionales. La figura 3 muestra los créditos concedidos por las entidades de crédito (banco, cajas y cooperativas de crédito) como porcentaje de los depósitos disponibles en las entidades de depósitos. Notese que, casi de forma mágica, dicho porcentaje supera el 100%, precisamente el primer año de la introducción del euro y su evolución, como tantos otros gráficos, no es sino el reflejo de una notable expansión crediticia encaminada a la financiación de nuestra burbuja. La brecha a financiar (el 'funding gap') del sistema financiero español es esa diferencia entre créditos y depósitos que requiere recurso constante al mercado mayorista. La figura 5 hace el cálculo para las quince mayores cajas por activos en España a Diciembre de 2009. Nótese que cajas como Bancaja o Caixa Catalunya tienen ratios por encima de 1.60, lo que en condiciones de dificultad de acceso al mercado mayorista por parte de las entidades financieras españolas, como las que estamos viviendo estos días, deben hacer muy difícil la gestión de tesorería de muchas de ellas.

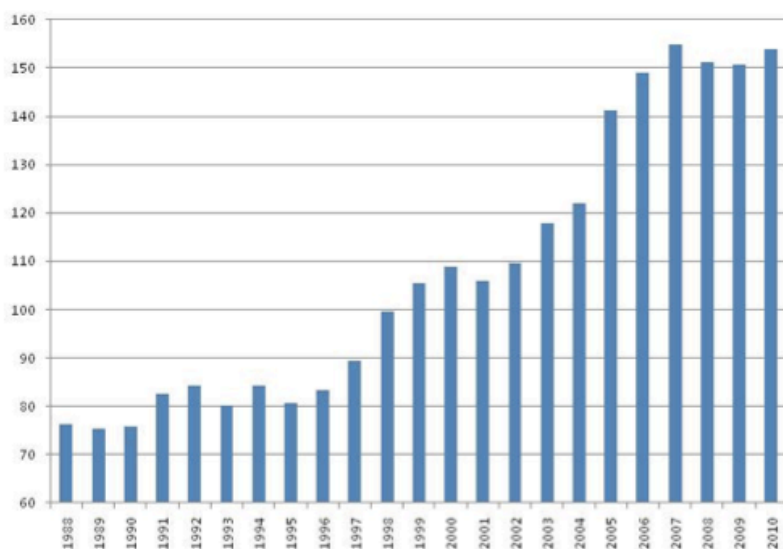


Figura 3: Entidades de Crédito, créditos a AA.PP. y Otros Sectores Residentes (BEO43501) como porcentaje del total de los depósitos (BEO43001). Anual a diciembre de cada año, excepto en 2010 donde el dato corresponde a Marzo. Fuente: Banco de España

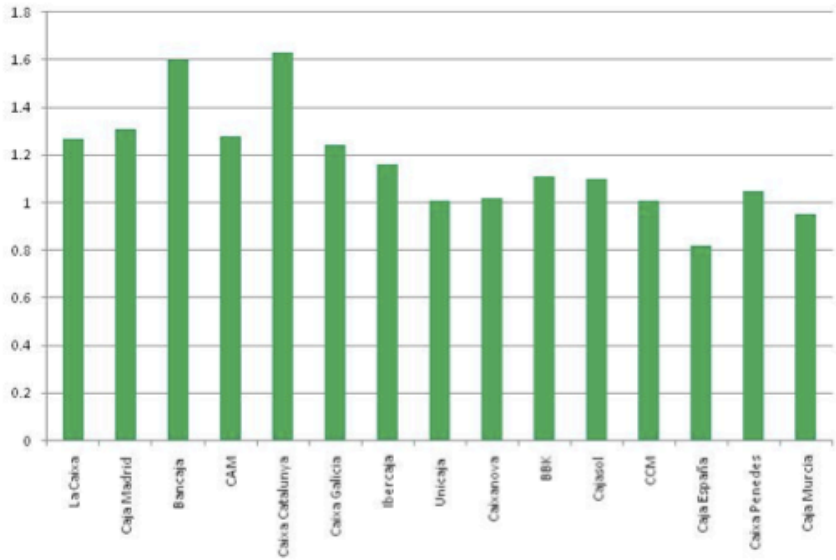


Figura 4: Ratio de préstamos a depósitos para las quince mayores cajas por activos a diciembre de 2009. Fuente: Citi “Spanish Savings Banks: Survival of the Fittests,” 4 de Junio de 2010.

¿Cómo financia esta expansión del crédito? De varias formas. Por un lado, y como ya he mencionado, está el proceso de titulización, ampliamente entendido, que permitía liberar balance para la emisión de nuevos créditos mediante la translación de los subyacentes, hipotecas por ejemplo, a vehículos que permitiesen la emisión de productos estructurados avalados con dichos subyacentes. Estos son los productos estructurados en los balances de los bancos alemanes, que reciclaban así el excedente de ahorro que hemos discutido más arriba. La figura 5 muestra la emisión activos titulizados por entidad emisora y no sorprende que la mayor entidad durante el periodo 2004-2007, fuese precisamente una española, seguida por las del Reino Unido donde también ha habido problemas enormes en el sistema financiero. Una vez más pregúntese el lector si esto hubiese sido posible si dichos activos titulizados generasen flujos en pesetas.

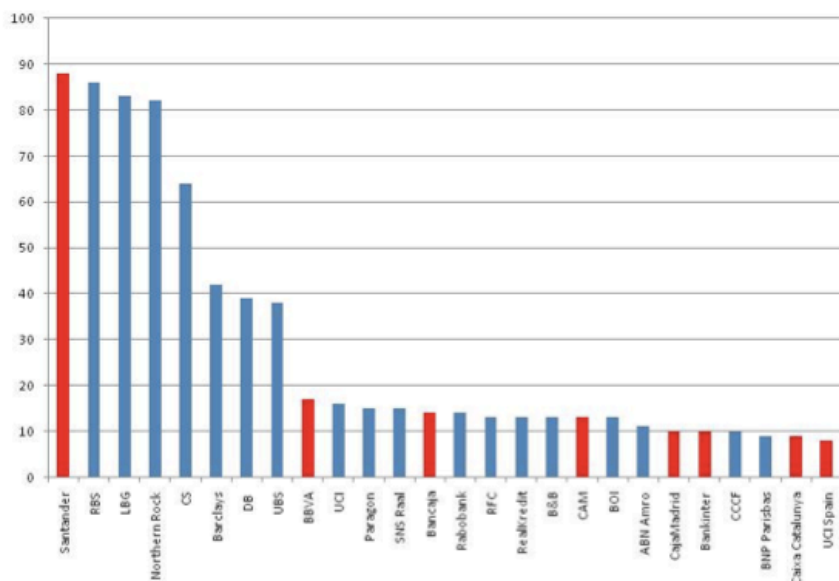


Figura 5: Emisores de activos titulizados (Asset Backed Securities) por volumen de emisión entre 2004 y 2007, en billones (anglosajones) de euros. En rojo, las entidades españolas. Fuente: Citi “Spanish Savings Banks: Survival of the Fittests,” 4 de Junio de 2010.

El segundo mecanismo de endeudamiento, de apalancamiento del sistema financiero español, es la emisión de deuda a medio y largo plazo para financiar préstamos más allá de la base de depósitos. La Figura 6 muestra por ejemplo los valores de renta fija emitida por las cajas de ahorro como porcentaje de una fracción de los pasivos, que computo como la suma del total de los depósitos, capital y reservas más los valores de renta fija que están en el numerador. Como puede verse en el grafico los valores de renta fija emitidos que eran no existentes al principio de la muestra, constituyen más del 16% en la actualidad y el patrón de la serie temporal es casi la historia de nuestra burbuja inmobiliaria. Una cuestión importante es el calendario de vencimiento al que se enfrentan las entidades españolas en los próximos años, sobre el que sólo he visto estimaciones privadas.

Otra forma importante de financiar créditos adicionales es mediante la emisión de bonos cubiertos, títulos que cuentan con una doble protección pues la entidad financiera que los emite se hace responsable de su amortización y además dichos bonos cuentan con el aval de activos subyacentes, como hipotecas, que permanecen en el balance de la entidad. España fue el segundo país emisor de estos bonos después de Alemania, país donde estos productos tienen una gran tradición.

Además, pero de forma muy importante, los bancos gestionan problemas de liquidez en el mercado interbancario de varias formas. Por ejemplo, en el mercado interbancario los bancos se prestan unos a otros fondos con un vencimiento determinado, movimiento que por lo general se efectúa mediante las cuentas que las entidades tienen con el banco central correspondiente. Otra forma importante de gestionar problemas de liquidez es mediante los pactos de recompra ('repos' en inglés), operación por la cual un banco 'vende' a otro un activo con el compromiso de recomprarlo, pongamos, una día más tarde a un precio superior. Nótese por tanto que este contrato puede interpretarse como un préstamo con garantías. La llegada del euro potencio este mercado que paso de 1,800 billones (anglosajones) de euros en Junio de 2001 a un pico de 6,700 en Junio de 2007, según datos del European Repo Council, para perder más de dos trillones anglosajones de volumen con la llegada de la crisis cuando alcanzó 4,600 en Diciembre de 2008. Desde entonces el mercado repo ha recuperado un trillón de los dos perdidos, pero como comentaba el Wall Street Journal en noticia del 18 de Marzo de este año ('European Repo Market Bounces Back'), la recuperación ha sido muy desigual con instituciones que no han podido regresar a este mercado mientras que otras lo han hecho con fuerza.

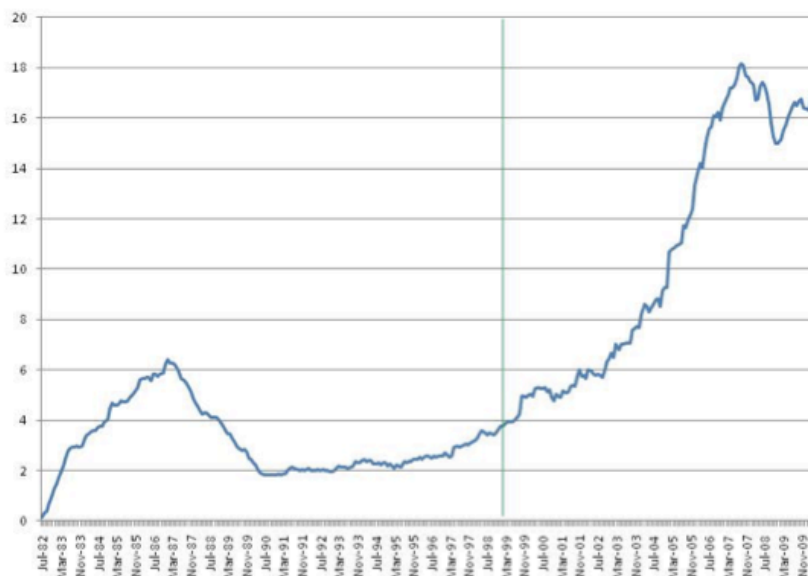


Figura 6: Cajas de ahorro – Valores de renta fija emitida como porcentaje del total de depósitos más capital y reservas más los valores de renta fija emitidos. Datos mensuales, Julio 1982 a Abril 2010. Fuente: Banco de España, Tabla 4.62 (series BEO46202, 07, y 08).

Es importante entender el importantísimo papel que juega la financiación mayorista en la gestión de tesorería de un banco, hasta el punto de que las entidades financieras modernas no pueden funcionar de forma efectiva sin acceso a este mercado. De hecho los pánicos bancarios ocurren en este mercado más que en ningún otro. Para ilustrar la gravedad de los problemas de liquidez del sistema financiero español merece la pena brevemente repasar brevemente el mercado de pactos de recompra (repos). Efectivamente, lo principal es que cuando la financiación mayorista tiene lugar mediante, pongamos, un pacto de recompra con vencimiento de un día, que es como he dicho un crédito con aval, la situación es similar a la de un depósito bancario tradicional, con la única diferencia que el préstamo mayorista tiene una protección efectiva que es el colateral mientras que el depósito está garantizado por el fondo de garantía. El motivo de esta similitud es que de la misma manera que el titular de una cuenta bancaria renueva el crédito que concede al banco de forma diaria mediante la no liquidación de la cuenta, el acreedor a un día renueva el crédito mediante la refinanciación formal del préstamo ... hasta que deja de hacerlo. Como es sabido la existencia de un fondo de garantía de depósitos hace de los mismos una fuente de financiación estable mientras que el mercado de pactos de recompra es una fuente frágil de financiación pues está sujeta a pánicos bancarios, como le sucedió a Bear o Lehman en EE.UU. sin ir más lejos.

El mercado mayorista es fundamental porque en todo lo que se refiere al corto plazo es la fuente de financiación marginal del sistema financiero, que no puede sobrevivir por mucho tiempo sin acceso a él. De hecho la indicación de los problemas severísimos a los que se enfrentaba el sistema financiero internacional se muestran por primera vez precisamente cuando hay problemas en el mercado “repo” en EE.UU., allá por el verano de 2007, que es cuando arranca toda esta tormenta por increíble que sea el decirlo. Aquí hay muchas preguntas que podrían informar mejor la evolución futura de nuestros problemas financieros. Por ejemplo, ¿Cuánto activo “colateralizable” queda en los balances de bancos y cajas españoles? Esto es, ¿cuánta deuda pública queda en los balances que se pueda descontar con el BCE para obtener la liquidez necesaria con la que hacer frente a los vencimientos de la deuda de las entidades financieras, tanto a corto como a medio y largo plazo? A la deuda pública hay que añadir los prestamos que

en principio se pueden titular para obtener activos de alta calidad susceptibles una vez más de ser utilizados como avales en préstamos o que se puedan descontar con el BCE. Esto en principio es algo que se puede hacer mirando con detenimiento los balances de las instituciones y que informaría mucho sobre el horizonte de nuestros problemas de liquidez.

Por resumir, el sistema financiero español se apalanca fuertemente utilizando tanto la titulización como el mercado mayorista como recurso adicional de financiación. Esto introduce la novedad de hacer dicho sistema frágil pues está expuesto por primera vez también a un pánico bancario en su versión siglo 21, que son los que cuando las contrapartidas se niegan a refinanciar a la entidad deudora mediante la extensión, por ejemplo, del pacto de recompra (repo). Como se ha repetido varias veces este pánico ya ha ocurrido y las instituciones financieras españolas con excepción de nuestros dos grandes bancos están excluidos de los mercados mayoristas.

Balances públicos, balances privados: La desesperante lentitud de nuestros gestores de política económica

Entrando ya en los inicios de esta crisis para entender su evolución es preciso también entender la actuación de nuestros gestores de política económica. Aquí hay mucho que discutir y los matices son varios pero para ceñirnos a lo que quiero transmitir me restrinjo a un par de cosas. Primero, algo que sorprendió al principio de la crisis a mucho analista extranjero despistado es que el nivel de endeudamiento público, el de todas las AA.PP., era, y es, relativamente bajo cuando se le compara con los países de nuestro entorno. Como he sostenido en anteriores ocasiones esta era una de las grandes ventajas que España tenía en esta crisis: una notable capacidad de endeudamiento para hacer cosas, pero cosas que fuesen consistentes con la creación de un nuevo modelo de crecimiento que garantizasen a su vez el crecimiento de los recursos públicos futuros. Recuérdese que el endeudamiento español es principalmente un problema del sector privado, que sí representa un problema tremendo para los acreedores.

España tiene un problema de crecimiento. La prosperidad de estos últimos años ha sido en buena medida ficticia y ocultaba los problemas estructurales que son ya de décadas de la economía española. Como ya he señalado en repetidas ocasiones, estos últimos años representan una oportunidad perdida donde no se hizo lo que se debía. La lentitud de nuestro gobierno, la falta de comprensión total que ha mostrado de forma repetida en lo que se refiere a la magnitud y la naturaleza de esta crisis, la ausencia de voluntad a la hora de atacar los problemas estructurales nos abocaba a malas decisiones y peores resultados. Recuérdese algo terrible y es que la política económica del gobierno sólo cambia no cuando el desempleo alcanza magnitudes de tragedia sino cuando la presión internacional le obliga a ello. Se dirá que nuestra expansión fiscal era una respuesta ortodoxa a la crisis pero a esto hay que decir dos cosas, que ya hemos dicho antes desde aquí. Primero que la expansión fiscal por sí sola no era solución porque nuestro problema no era solamente uno cíclico, que es cuando las políticas expansivas son más efectivas, sino estructurales. Y segundo, la expansión fiscal es siempre la medida más fácil para un gobernante o ¿es qué hay algo mejor que gastar dinero? El hecho de que el gobierno estuviese a hacer lo fácil (gastar) frente a lo difícil (reformas) sembró serias dudas sobre la naturaleza de nuestra voluntad política en la más peligrosa de las crisis vividas por nuestro país en décadas.

Vaya por delante, y como he defendido en varios foros muchas veces con discusiones acaloradas, que creo que estas cosas del Plan E y demás y su impacto sobre el déficit son menos importantes de por sí de lo que el debate parece muchas veces indicar. Lo fundamental de nuestro enorme déficit era una combinación de caída de ingresos e incremento de gastos sobre los que el ejecutivo tenía poco control. La parte 'discrecional' no era muy distinta de programas similares en EE.UU., Alemania, China y muchos otros países. Y, sobre todo, el estímulo fiscal se podía retirar de un momento a otro. Era mucho más llamativo el silencio del gobierno durante dos años largos sobre cualquier otra medida, lo repetitivo de aquel 'no estamos muy endeudados' mostrando una confusión conceptual muy perniciosa y que lo único que indicaba era pasividad ante las malas perspectivas de crecimiento (como no estamos muy endeudados no tenemos mucho que hacer.) Cuando desde muy pronto se abrió el debate sobre

reforma laboral, pensiones y demás no se hizo nada ... hasta que la presión internacional, formal y a través de los mercados, y aquella famosa reunión del Ecofin a principios de Mayo incito a la acción a nuestros dirigentes. Lo importante para entender los problemas de refinanciación de un país no es principalmente el nivel inicial de la deuda sino si el crecimiento de la carga de los intereses está por debajo del crecimiento del PIB nominal que es lo que la hace sostenible y aquí los muchos errores de política económica dejó que las dudas se instalaran en la mente de muchos.

A todo esto hay que añadir la desconcertante actuación del Banco de España, responsable de la supervisión de nuestro sistema financiero, no solo de dos bancos, y cuya estrategia en esta crisis ha permitido que dos años después sigan instaladas las dudas sobre el estado real de los balances de, por ejemplo, el sistema de las cajas de ahorro, si no ¿por qué ahora la necesidad del anuncio de los 'stress tests'? Un ejemplo desastroso fue la tardanza en la intervención de CajaSur, que mandó una señal muy negativa a los observadores financieros, como me han insistido en repetidas ocasiones muchos analistas. Efectivamente, he aquí una caja mal gestionada, con cuantiosas pérdidas (596 millones de euros en 2009), con una complicada historia de enfrentamiento con el partido gobernante en Andalucía y por tanto con pobres conexiones políticas (recuérdese que fue esta caja, cuando era presidente de la institución cordobesa Miguel Castillejo, la que se rebeló primero hace ya más de una década contra la Ley de Cajas y la política de concentración promovida por Manuel Chaves desde la presidencia de la Junta, con manifestación de cordobeses en apoyo de la caja incluida, hecho insólito en la historia financiera) y que por sus tamaño no representa riesgo sistémico alguno y aún así, con todo esto, no se interviene. ¿Qué se podía esperar por tanto cuando llegasen problemas de más calado? Esta falta de clarificación de los balances ha llevado, en mi opinión, a la situación actual donde los inversores, y recuérdese que en un país deficitario por cuenta corriente el inversor marginal es siempre el ahorrador extranjero, desconfían de las instituciones españolas y como consecuencia, por problemas de selección adversa que conocemos los economistas, castiga por igual a instituciones buenas y menos buenas. Es por ello que la refinanciación en el mercado mayorista se ha secado para las instituciones españolas.

Además esta falta de activismo ha llevado que las cajas y demás entidades financieras no hayan sentido, por el momento, presión alguna por sanear balances mediante la venta de activos, lo que a su vez ha impedido el proceso de descubrimiento de precios y ajuste necesario, quizás con el propósito de evitar pérdidas mayores. Los balances de nuestras entidades por tanto están en un estado de congelación que hace sospechar de cosas peores por venir y que no se haya producido ventas en presencia de agresivos calendarios de aprovisionamiento hace temer que las pérdidas realizadas pueden ser aún peores. Pero lo central es que esto no lo sabemos; después de dos años de crisis, seguimos sin saber el estado real de estos balances y por tanto del precio real de los activos que están entrando en los mismos. No deber sorprender pues la falta de confianza en nuestro sistema financiero.

El anuncio del famoso ‘stress test’ ha de recibirse con satisfacción, pero con cautela, pues de los detalles de cómo se presenten los resultados, de la credibilidad del mismo, y de la disponibilidad, legal y material, de recapitalizar las instituciones insolventes depende todo como la experiencia estadounidense demuestra de forma evidente. La miopía en lo que se refiere a la capitalización efectiva del FROB también representa un borrón evidente en la gestión de esta crisis y las informaciones que dio la prensa de que según declaraciones del subgobernador sólo se iban a necesitar entre 11,000 y 11,500 millones de euros, justo por debajo de los 12,000 que se tienen (9,000 de financiación inicial más 3,000 de emisión) parecen más diseñadas para evitar recurso al mercado o al sistema bancario español que una estimación realista de las pérdidas (que el propio FMI, nada sospechoso en sus sesgos, señala en 17,000 millones de euros). En general, uno siente que se ha dejado que el problema de selección adversa empeorara de forma que ha producido el pánico en el mercado mayorista que impide a la mayoría de nuestras entidades refinanciarse mientras se desapalancan.

Y esto es lo fundamental, nuestra pertenencia al euro hacia más importante que en ninguna de las otras crisis la rapidez de diagnóstico y reacción por parte de los gestores de política económica. Precisamente porque la posibilidad de un ajuste nominal mediante una devaluación no existía era importante empezar rápidamente con un programa que permitiese el ajuste real de forma gradual y ordenada y esto requería

atacar dos frentes que eran el desapalancamiento privado de un segmento de nuestra economía y la falta de un modelo de crecimiento futuro, del que era principalmente responsable el ejecutivo. Efectivamente, nuestra crisis combinaba dos cosas fundamentales: Un apalancamiento importante del sector de las familias y la parte del sector financiero menos diversificada internacionalmente (las cajas) con unas muy malas perspectivas de crecimiento. Una economía puede tener un problema o el otro, pero tener los dos es terrible porque la economía está presa de un ciclo del que es difícil salir. De forma paradójica quizás nuestra pertenencia al euro hacía de la gestión de la cosa económica, sobre todo en tiempos de crisis, algo crucial porque se había eliminado con la moneda única el instrumento fundamental de ajuste en anteriores crisis, que era la devaluación. Es más, la tardanza con la que todo se está haciendo y la susceptibilidad que hemos mostrado a la presión internacional abren posibilidades que, como intentaré mostrar en la continuación a este post, no creo que sean beneficiosas para el país.

Conclusiones

Nuestra entrada en el euro facilita por primera vez en nuestra historia el reciclaje del ahorro externo en activos españoles y esto a su vez permite la aparición de fuertes déficits por cuenta corriente. El motivo es que se elimina el riesgo que cualquier inversión en pesetas generaba. Es el sector privado, no el público, el que se endeuda, utilizando a bancos y cajas como intermediarios del ahorro extranjero en lo que aquí nos interesa (el endeudamiento de las corporaciones no financieras es también importante cuantitativamente pero menos relevante en la crisis actual.) La economía española genera activos, en gran medida ligados a la actividad inmobiliaria, donde se recicla dicho ahorro mediante un intenso proceso de titulización, y también mediante la emisión de deuda de las instituciones financieras. Nuestra entrada en el euro también facilita el acceso de las instituciones financieras españolas al mercado mayorista, lo que introduce una fragilidad novedosa en nuestro sistema financiero pues es este mercado el que al no contar con garantías se convierte en especialmente susceptible a pánicos bancarios como esta crisis ha demostrado de forma dramática.

En la próxima sección intentaré sacar las conclusiones que se siguen de todas estas observaciones y discutir los escenarios que implican.

2. España y el “corralito fiscal”

En la sección anterior, intente dar una descripción de nuestra situación intentando ligarla con nuestra pertenencia al euro y como mucho fluye de este hecho. El resultado es que nuestra economía padece una doble pinza de apalancamiento y faltas de perspectivas de crecimiento que hace difícil su necesaria refinanciación, como país deficitario por cuenta corriente que es. Efectivamente el “euro” marginal tiene que venir necesariamente de fuera y esto nos hace dependiente de nuestros socios. Lo fundamental es que las muchas dudas que pesan sobre nuestra economía hacen que ahora mismo nuestro país no sea invertible. Se sigue que lo fundamental es hacer de España una vez más un país donde el ahorrador internacional pueda invertir. Para ello hay que hacer dos cosas: desapalancar el sistema financiero y dotar al país de perspectivas de crecimiento y, desgraciadamente, en dos años largos de crisis se ha avanzado poco en esto. El problema es que las dudas sobre nuestro sistema financiero unidas a nuestra mala situación económica y peores perspectivas de crecimiento, y en gran medida el contagio de la crisis griega, han llevado a una situación donde cada subasta del Tesoro Público es un evento y esto es malísimo para nuestro país. La rebaja de la calificación crediticia de varias de nuestras CC.AA. y sus problemas de financiación no auguran tampoco nada bueno.

A lo anterior hay que añadir la maliciosa campaña desatada por no se sabe quien para forzar a España a lo que algunos ya denominan el “corralito fiscal”, que es como se refieren algunos a ese programa de asistencia financiado por los países de la eurozona y el FMI y aprobado en Mayo. Como esto me parece de importancia capital, empiezo por ahí.

España debe evitar entrar en el programa de asistencia conjunto la UE y el FMI

Como ya expliqué en su momento¹, a mí me pareció desde un principio que todo el mecanismo de estabilización estaba diseñado para el rescate de los bancos alemanes, que son los que tienen en sus carteras una cantidad importante del riesgo español. Es la subida

¹ “El pozo sin fondo: El plan de la eurozona, el sistema financiero y la disciplina fiscal”, publicado en Nada es Gratis, el 11/05/2010 y “España, en el ojo del huracán”, El País 16/05/2010

de los diferenciales de la deuda soberana lo que al abre el agujero en los balances y lo que precipita la crisis pero como discutimos en el anterior post lo importante en los balances de los bancos alemanes y franceses es la deuda privada española, no la pública.

En mi opinión, el propósito de forzar nuestra entrada en tal mecanismo de asistencia es precisamente facilitar la socialización de las pérdidas de nuestro sistema financiero, y el sector privado en general, altas o bajas, que la magnitud está por verse. En un entorno donde el estado se enfrenta a dificultades, o al menos dudas, en lo que concierne a su financiación la transferencia de las pérdidas en los balances privados a los públicos no es factible sin a su vez comprometer gravemente las posibilidades de refinanciación del Tesoro. Pero si nuestro país se acoge a este mecanismo de ayuda tal proceso de socialización de las pérdidas se hace factible pues las garantías emitidas por el mecanismo serán suficientes para la emisión de deuda pública a los tipos fijados por dicho mecanismo y así con dichas emisiones ‘tapar agujeros’ en el sistema privado (cajas, constructoras, promotores y demás.)

Con esta socialización lo que se pretende es garantizar el pago de la deuda privada que, beneficiando a mucho inversor español, beneficiaría también a los bancos alemanes, franceses y demás, que como el informe trimestral del BIS mostraba, y cuyo gráfico reproduje en el anterior post, son los grandes tenedores de los pasivos de las instituciones españolas (cédulas, deuda y demás). Esto sería muy grave por varios motivos. Primero el incremento de la deuda pública como consecuencia de los rescates bancarios suelen ser sustanciales y generalmente a costa de las tasas de crecimiento futuras del PIB, como bien muestra el libro de Reinhart y Rogoff ‘This Time is Different’. En un país necesitado de cualquier milésima de crecimiento para aliviar la terrible tasa de paro cualquier sacrificio de la misma me parece poco recomendable. Segundo, hay un problema de equidad tremenda: ¿Por qué ha de pagar el contribuyente las malas decisiones empresariales de instituciones financieras que no representan riesgo sistémico alguno? ¿Por qué ha de rescatar el contribuyente español a las instituciones alemanas expuestas al riesgo privado español cuyos directivos han mostrado tal incompetencia en la elección de sus inversiones? Estas instituciones fueron compensadas adecuadamente con un mayor diferencial, y cupones,

que era reflejo del mayor riesgo de insolvencia del papel emitido. Este riesgo se ha materializado y los acreedores que aceptaron diferenciales y cupones por encima de los tipos sin riesgo de insolvencia no pueden ahora alegar ignorancia de los riesgos que tomaron. En la extensión de crédito hay siempre una doble responsabilidad, como en cualquier transacción, la del que presta y la del que pide prestado y es importante que la disciplina de la insolvencia se ejerza para incentivar la búsqueda de información 'ex-ante,' y sobre todo evitar los gigantescos problemas de azar moral que estamos creando. Tercero, se elimina un impulso fundamental que ha de salir de esta crisis que es la completa eliminación de la intervención de los organismos públicos en el sistema financiero. Una, pero no la única, lección de esta crisis es que la injerencia del estado en instituciones financieras es simplemente letal pues las autoridades siempre tienen el incentivo a animar a la extensión de crédito aun cuando imprudente pues esto genera proyectos visibles que reporta jugosos beneficios políticos aun cuando los económicos no existan. Fue así con el Congreso de EE.UU. y Fannie y Freddie y con nuestros gobiernos locales y las cajas de ahorros. Al menos el Real Decreto de este pasado viernes avanza positivamente en esta dirección.

Pero lo más importante de todo: Es que tengo serias dudas que tal intervención vaya a funcionar. Y ello por dos motivos. Primero, la intervención de Grecia por parte del FMI y el mecanismo de estabilización europeo es la primera intervención de un país que no viene acompañada de una fuerte devaluación de la moneda nacional, con lo que esto supone de inmediato alivio de competitividad internacional, aunque introduce a su vez problemas de pago de la deuda, privada y pública, cuando ésta está denominado en divisas distinta de la moneda nacional, que no es el caso griego, ni el nuestro. Un problema grave de sobreendeudamiento público, como tiene Grecia, sólo puede resolverse bien mediante un fuerte crecimiento que no parece factible al menos a corto plazo, bien mediante un proceso de quitas que reduzca la losa de la deuda y genere a su vez capacidad de un endeudamiento, ahora más inteligente y productivo. No es sorprendente por tanto, y como comentaba recientemente John Dizard en el Financial Times, que se estén produciendo ya quitas encubiertas de la deuda del estado griego, o al menos quitas sobre la deuda emitida por organismos públicos, como es el sistema de hospitales, y cuyos tenedores son los

suministradores y proveedores de dichos organismos. En este sentido la intervención europea en el caso griego parece encaminada a una reestructuración de la deuda impuesta directamente desde fuera, una combinación de quitas y pospuesta de pagos.

Nosotros no somos Grecia. A diferencia del país heleno nuestro bajo nivel de endeudamiento público hace factible la absorción y pago de las deudas del sector privado, que es lo que está detrás de todo el ruido que rodea a España. Una vez dentro del mecanismo, nuestra capacidad de negociación desaparece por completo porque la vuelta al mercado sólo puede suceder con el beneplácito de nuestros acreedores, que son precisamente la contrapartida con la que vamos a negociar una vez en el mecanismo. Hay algunos que creen que el FMI podría actuar como tercera parte desinteresada pero yo dudo mucho de esto. Son los países de la eurozona los que aportan la mayor cantidad de los fondos a dicho mecanismo y a ellos va a corresponder las decisiones importantes.

Hay también los que dicen que una vez dentro del mecanismo las ‘cosas se calmarán’ y ello nos dará la oportunidad de hacer las reformas estructurales sin tener que pasar el examen continuo de los mercados. Pero una vez más esto no me parece una buena lectura de la situación. La reforma del mercado de trabajo, del sistema de pensiones, de la sanidad es un problema de voluntad política. Esta voluntad sólo ha tomado cuerpo bajo la presión internacional y como método para calmar a los mercados. Una vez dentro del mecanismo, sin la presión acuciante de los mercados, ¿qué nos hace pensar que dicha voluntad va a materializarse? Hay quien cree que nuestros socios de la UE van a obligar a España a todo un sistema de reformas para mejorar la calidad de nuestra economía. Quizás pero lo dudo mucho. Creo que nuestros socios quieren la satisfacción de las deudas que los agentes privados españoles han contraído con sus instituciones financieras y que la reforma de la economía española es algo completamente secundario a sus intereses.

Y esto me trae al segundo motivo por el que creo que nuestra entrada en el corralito fiscal no es solución y es que si nada se hace una vez dentro, ni siquiera esa socialización de las pérdidas que temo, el problema de información empeora y ello porque se reconoce el problema (si no, ¿por qué estamos en el corralito?) sin

clarificarlo, ni resolverlo. España por tanto quedaría en un estado suspenso que puede ser desastroso pues incrementa nuestros costes de salida del sistema creando un problema de refinanciación.

Todo esto lo digo porque el escenario terrible desde mi punto de vista es precisamente el más probable que es aquel en el que nada ocurre: Entramos en el corralito, la situación se estabiliza, las reformas estructurales no ocurren, el estado español absorbe las deudas del sector privado y entramos en años donde el desempleo no baja del 15%, si no más. El único aspecto positivo de todo esto es precisamente nuestro sector exportador, competitivo y dominante, y al que se conecta, pongamos el 60% de nuestra economía mientras el resto languidece en una mar de baja productividad y malas perspectivas de crecimiento y que es el colchón de ajuste de nuestra economía. Yo creo que es imperativo evitar este escenario a toda costa pues condena a nuestro país a años de mediocre crecimiento y altísimas tasas de desempleo, perpetúa nuestra economía dual, con una España de las grandes compañías internacional y competitiva y otra orientada hacia el mercado interior, de baja productividad e inestable y lleva, no hay que descartarlo, a problemas políticos graves.

El problema urgente: El acceso de las entidades financieras españolas al mercado mayorista

Como señalé en la primera parte de este apunte, el problema urgente es resolver el problema de refinanciación del sector privado de nuestra economía, sobre todo nuestro sistema financiero sobre el que los inversores extranjeros tienen serias dudas. Es por ello que ahora mismo nuestras instituciones financieras, con la excepción de BBVA y Santander, tienen, al parecer, el acceso al mercado mayorista completamente cerrado aunque el interbancario español y el acceso al BCE sigue por supuesto abierto. Un primer paso para reabrir dicho acceso es la clarificación de los balances. El motivo de esta urgencia es que la nuestra es una economía que necesita de constante refinanciación por parte del inversor extranjero pues tiene, incluso en esta recesión tan severa un déficit por cuenta corriente importante.

El problema es, por supuesto, que la clarificación de balances que tanto tarda en llegar tiene que ser a costa de la toma de pérdidas con lo que ello puede suponer de problemas de solvencia y recapitalización con fondos,

públicos o privados, que ahora mismo no parecen disponibles. Así una clarificación de los balances liderada por la acción pública necesita de también de la disponibilidad de fondos públicos para servir de “red” en caso de que el mercado no esté dispuesto a recapitalizar a las instituciones con problemas de solvencia. Aquí me temo que nos hemos metido en un problema pues la imposibilidad ahora mismo de endeudarnos de forma significativa para financiar la probable recapitalización del sistema financiero dificulta la credibilidad de los tests de stress y es por ello que creo que hay presión desde fuera para ‘meternos’ en el mecanismo de estabilización.

Alternativas, como las que señala Luis Garicano de creación de una caja mala que absorba los activos más dudosos de nuestro sistema financiero inmediatamente llevaran a un “marking-to-market” de activos que permanezcan en la cartera de todas las instituciones financieras, abriendo agujeros que han de llenarse con capital. En un entorno donde el desapalancamiento de las instituciones en los próximos años va a ser intenso, con lo que ello supone de pérdida de ingresos, es difícil ver cómo se puede producir la recapitalización privada de las cajas problemáticas. En cuanto al capital público esto también conlleva problemas, no el menor el de exponer al contribuyente a pérdidas que solo pueden ser compensadas mediante un mayor retorno esperado deprimiendo el precio al que se venden los activos, pongamos, a la caja mala y por tanto abriendo agujeros aún más grandes en los balances de las entidades financieras.

Más sobre la recapitalización del sistema

Luis Garicano² explicó tres alternativas. La creación de una caja mala y los stress tests, acompañadas ambas de medidas de recapitalización, y la novedosa propuesta de un fondo de garantía con características de compra financiado con los fondos del mecanismo europeo. Quiero proponer aquí otra alternativa, no por obvia como es, menos digna de consideración.

Las cajas necesitan capital. Lo insólito de nuestra antigua norma legal era que no contemplaba una recapitalización sujeta a la disciplina de mercado en

² Luis Garicano: “Usemos el fondo de rescate europeo para sanear el sistema financiero, no para rescatar al Estado”, Nada es Gratis, el 01/07/2010,

caso de necesidad de la misma. Era urgente la reforma del marco legal que permitiese el flujo de capital a las cajas y en esto el Real Decreto que se ha aprobado este pasado viernes constituye un paso fundamental en la resolución de los problemas de este sector. Este decreto, que estoy seguro recibirá una crítica detallada en este blog más adelante, constituye un paso necesario antes de la publicación de los tests de stress pues estos no se pueden anunciar sin a su vez establecer un marco legal que permita la probable necesidad de recapitalización de algunas cajas con el mencionado flujo del capital privado. Una nota aparte: Es increíble que después de dos años largos de crisis financiera haya que aprobar por el método de urgencia del Real Decreto una de las reformas más significativas de nuestro sector financiero; esto habla muy mal de nuestros gestores que uno se pregunta qué han estado haciendo en este periodo que todo lo de calado hay que hacerlo ahora por real decreto (la reforma laboral, la de las cajas) y con prisas.

Más allá de lo anterior la realidad del sistema financiero español es que hay entidades sanas y, probablemente, otras que no lo son, fusionadas o no. La pregunta, y yo no sé la respuesta a ella, es si se puede apalancar los balances sanos para absorber (parte de) las entidades en dificultades, mediante la recapitalización contemplada en la nueva norma o simplemente mediante la intervención y subasta de los activos y pasivos de la caja insolvente. En cierta forma este último fue el modelo que se siguió con CCM en su absorción por Cajastur, que es una de las cosas más misteriosas que hemos visto en esta crisis y que en algún momento esperemos que alguien nos cuente con más detalle. Pero en cualquier caso no parece que el capital privado vaya a fluir hacia nuestro sistema financiero hasta que se produzca esta necesaria clarificación de los balances, ese vaciado de los activos en el mercado que permita el saneamiento de los balances y la toma de pérdidas, así como el descubrimiento de precios de los activos inmobiliarios (y creo que puede haber sorpresas en que los precios pueden no ser tan bajos como mucha gente teme.) Hasta que eso no ocurra parece que la incertidumbre, en el sentido técnico de la palabra, esto es, el no saber no ya las pérdidas sino la función de distribución de las pérdidas, sigue siendo muy grande. Los inversores asignan una prima de riesgo enorme a esta incertidumbre y todo hace pensar que esto es lo que está detrás del pánico en el interbancario; es por ello, por repetirlo, que la lentitud en la clarificación de estos

balances, en la intervención de las cajas con problemas, ha permitido que se desarrollen los problemas de selección adversa que son los que están siempre en el origen de la falta de liquidez. En fin, esperemos que los tests de stress resuelvan la incertidumbre sobre la distribución de las pérdidas.

Una salida por tanto es precisamente avanzar en el modelo Cajastur-CCM, facilitando la absorción por parte de las cajas buenas de activos y pasivos (depósitos, deuda 'senior', quizás las preferentes) de las cajas insolventes dejando atrás activos 'malos' bien porque tienen un importante componente de apalancamiento operativo (esto es, son activos con pasivos en forma de salarios, mantenimiento y demás, como es el caso del Aeropuerto de Ciudad Real) y los pasivos más 'junior' que tendrían derecho a la liquidación de dichos activos. Para ello es fundamental que la institución insolvente sea intervenida y entre en un proceso de concurso con subasta incluida de los activos y pasivos buenos (donde colocar la línea de cuáles son los pasivos que 'se van' con la caja buena, admito, es un problema de difícil resolución y puede exponernos a largos procesos de litigio.) Esto permitiría, primero la protección del balance público, y dos, un proceso de quita ordenada donde los acreedores asuman las pérdidas de su mala inversión. El sistema de subasta es central precisamente porque limita el riesgo legal de litigio de los acreedores de la caja mala.

A esto hay quien dice que la experiencia de Lehman nos enseña que no hay que dejar caer a institución financiera alguna a lo que contesto que no me parece que ninguna de las cajas pueda compararse a Lehman en tamaño y riesgo sistémico. La posibilidad de un pánico bancario que siempre se aduce como motivo de no intervención tampoco me parece buena razón y ello por dos motivos. Primero, el pánico bancario ya se ha producido en el mercado mayorista, como intenté explicar en mi anterior post con lo que nada se pierde clarificando balances en este aspecto porque la cosa, me parece a mí, no puede empeorar. Entre los depositantes este pánico me parece menos factible por la existencia del fondo de garantía de depósitos pero en un entorno donde, por nuestra pertenencia al euro, los depósitos son reales pues están denominados en euros, una moneda que no podemos 'crear,' la garantía tiene un límite que son los recursos reales del estado; por este motivo digo esto de los pánicos entre los depositantes con cierta cautela; ese

fue uno de los motivos por los que la decisión irlandesa de garantizar de forma tan alegre todos los pasivos de las instituciones financieras irlandesas nos parecía a todos muy arriesgado. Por cierto, que en EE.UU. han entrado en ‘quiebra’ (‘receivership’, para ser exactos, que tenemos mucho lector experto), más de 100 bancos pequeños sin mayores problemas: ¿De verdad es imposible declarar a Cajasur en quiebra y hacer las quitas correspondientes?

Conclusión

Nuestro problema es uno de sobreapalancamiento y falta de perspectivas de crecimiento. En un entorno difícil de refinanciación, tanto de la deuda pública y privada, un proceso ordenado de quiebra de instituciones insolventes que viniese acompañada del correspondiente proceso de quitas parece no sólo una solución sino también la única factible, pues protege lo más valioso en esta crisis que es el balance público. Hay mucha preocupación sobre la evolución de las finanzas públicas en un futuro próximo y la discusión sobre los pasivos públicos fuera de balance (Seguridad Social o el increíble déficit eléctrico en nuestro país, Medicare en EE.UU., National Health Service en el Reino Unido) sólo subraya lo peligroso de cualquier estrategia de añadir a estos pasivos. Uno tiene la impresión, por cierto, de que un proceso de quita es donde vamos en el caso griego y no en mucho tiempo. Las quitas imponen pérdidas en los acreedores, españoles y extranjeros, de las instituciones insolventes pero uno sospecha que es más fácil por ejemplo para el contribuyente alemán aceptar la carga impositiva asociada con la recapitalización de las instituciones alemanas afectadas por las quitas del sistema financiero español que “rescatar” a España o Grecia, que es como se va a percibir la ayuda del sistema directamente. Claramente para el contribuyente alemán es aún mejor si España, que en la actualidad no tiene margen fiscal, se acoge al sistema de ayudas conjunto de los países de la eurozona y el FMI, obteniendo ese margen que ahora le falta, y se endeuda para absorber los pasivos de nuestro sistema financiero. Como he intentado demostrar nuestro país no necesita de tal programa de ayuda que es la peor alternativa para nuestros intereses.

Los dientes de sierra van a continuar y esta crisis nos muestra que éstos pueden ser alargados. Es importante no perder de vista la realidad del problema y que los

pánicos que observamos de forma un tanto aleatoria tienen un sustento real. De esta vamos a salir pero es preciso acortar lo más posible nuestra travesía en el desierto, que es un periodo relativamente largo de un alto desempleo y con una actividad económica anémica y desigual. Uno sospecha que en la mente de algunos sigue pululando la idea de la recuperación cíclica que llegará pero sólo es una solución parcial a nuestros problemas. El anterior ciclo tenía como fuente una expansión sin precedentes del flujo de crédito que no va a volver, ni es deseable que lo haga, en un futuro, ni a corto ni a medio plazo. Puede que la parte más aguda de esta crisis haya tocado a su fin, sinceramente yo no lo sé, pero lo que nos queda por llegar no por ser menos dramático va a ser menos desagradable.

Publicado originalmente en Nada es Gratis, en dos partes, con los siguientes títulos: “Jaque Mate-1: Diagnóstico y evaluación”, el 1 de julio 2010, y, “Jaque Mate – 2: España y el ‘corralito fiscal’”, el 10 de julio de 2010.