

newsletter

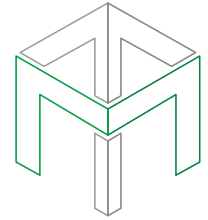
CICLO como degradación

de la liquidez

Por: Daniel Fernández Méndez



1. INTRODUCCIÓN

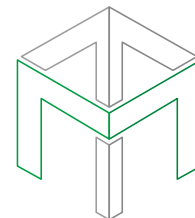


UFM Market Trends es un *newsletter* de análisis de coyuntura económica, con el que se pretende fusionar diversos métodos de análisis hasta ahora inconexos:

- En teoría del capital, se pone especial énfasis en la complementariedad de los mismos, más que en su sustituibilidad. Nos centraremos en seguir los patrones de especialización de la economía y ver si ciertos sectores están siendo objeto de sobreinversión, en comparación con otros, mediante la acumulación de bienes de capital por encima de su rentabilidad esperada y de su rentabilidad media histórica. Además, caracterizaremos patrones sostenibles de crecimiento, examinando el ratio de expansión de sectores con largo periodo de maduración, comparados con la expansión de sectores con cortos periodos de maduración.
- En teoría del interés, nos enfocaremos en monitorear los cambios en el *spread* entre tipos a corto plazo y tipos a largo plazo, para caracterizar el momento del ciclo en el que se encuentra la economía. Disminuciones del *spread* por subidas del tipo a corto plazo son sinónimos de crisis de liquidez y señal adelantada de crisis económica. Disminuciones del *spread* por bajadas del tipo a largo plazo son sinónimos de disminuciones de demanda de crédito y por lo tanto una señal de las malas expectativas de beneficios por parte del sector empresarial, siendo esta una señal adelantada de estancamiento económico.

- En teoría de la moneda y el crédito, nos centraremos en el doble efecto que tiene la utilización del mecanismo monetario para financiar activos del mercado de capitales. En un primer momento, el efecto será inflacionario, al monetizar un crédito que financia un proyecto productivo que se transformará en bienes en el futuro lejano; es decir: existen más disponibilidades monetarias sin una contrapartida por el lado de las mercancías. En un segundo momento, estas monetizaciones son deflacionarias al repagarse el crédito y destruirse las disponibilidades creadas al inicio del crédito.
- Nuestra teoría del ciclo económico será una combinación de los elementos expuestos. Al invertir a un plazo muy largo, se pierde versatilidad y flexibilidad de la estructura productiva. Al financiarse a un plazo muy corto, estas estructuras productivas no permiten cubrir los flujos de caja que su financiación exige, por lo que cae constantemente en presión de liquidación. Los patrones de especialización se mueven insosteniblemente hacia el largo plazo, ya que las expectativas de consumo de los agentes se mantienen a un plazo inferior. El flujo temporal de bienes de consumo es insuficiente para atender su demanda en el corto plazo. La estructura productiva debe liquidarse parcialmente para orientar su esquema productivo al menor plazo exigido por los consumidores.

La fusión de estos enfoques da como resultado una teoría del ciclo económico entendida como una degradación de la liquidez, que tiene su origen principalmente, aunque no exclusivamente, en el sistema financiero.



2. FUNDAMENTOS TEÓRICOS

Los principales problemas de las economías pueden ser entendidos desde dos conceptos financieros:

- **Solvencia:** Activo total/pasivo exigible. Capacidad de una empresa para hacer frente a sus compromisos. Las empresas son solventes si sus activos son capaces de crear valor en el mercado. Activos con rentabilidad positiva significan generación de riqueza para los financiadores últimos de la empresa.
- **Liquidez:** Fondo de maniobra. Capacidad de una empresa para hacer frente a sus compromisos a tiempo. Las empresas son líquidas si sus activos son capaces de crear valor en el momento en que se comprometieron con sus financiadores.

Las economías tienen problemas cuando no se cumple cualquiera de los dos puntos anteriores. Empresas con problemas de solvencia equivalen, a nivel macroeconómico, a una economía incapaz de generar valor. Por su parte, empresas con problemas de liquidez equivalen, a nivel macroeconómico, a una estructura financiera agregada inapropiada, impagos, reestructuraciones de deuda y, en muchos casos, insolvencias derivadas de la propia iliquidez.

En una economía de mercado es sano que existan empresas que tengan estos problemas, y que la competencia se encargue de expulsar a las menos capaces de generar valor y con balances de situación más débiles. Un síntoma de problemas más profundos

sería que todas las empresas tuvieran estos problemas al unísono. El objeto del estudio de *UFM Market Trends* será analizar estas fluctuaciones sistémicas, causantes de que los problemas de solvencia o de liquidez se expandan a toda la economía.

A continuación expondremos diferentes relaciones teóricas concretas, relativas a los principios teóricos mencionados anteriormente, que serán clave en nuestros análisis de coyuntura.

A ESTRUCTURA DE CAPITAL: Tres subestructuras

1. **Estructura de activos:** qué activos productivos poseen las empresas, qué tipo de bienes de consumo pueden producir y cuál es su capacidad para adaptarse a cambios en la demanda de los consumidores. Capacidad de complementarse y sustituirse entre ellos. Concepto equivalente a estructura de producción.
2. **Estructura de pasivos:** recursos puestos a disposición de las empresas, qué tipo de financiación reciben y plazo en el que se comprometen a devolver los recursos.
3. **Estructura de cartera:** recursos que los ahorradores ponen a disposición de las empresas, tipo de ahorro diferente por plazo temporal y perfil de riesgo.

El nivel de crecimiento de una economía a largo plazo va a depender de los criterios ya mencionados de solvencia y liquidez. La solvencia se conseguirá con una estructura de activos adecuada a los deseos de los consumidores, mientras la liquidez va a depender de que estas tres estructuras estén coordinadas entre sí.

Para ello será necesario que el sector productivo mantenga un balance adecuado entre la estructura de activos y la estructura de pasivos. El flujo de generación de riqueza de los activos productivos se adapta temporalmente a los compromisos de generación de riqueza reflejados en los pasivos.

En ausencia de intermediación financiera, la estructura de pasivos y la estructura de cartera serían equivalentes; los pasivos del sector productivo serían exactamente los mismos que los activos de cartera de los ahorradores o suministradores de recursos. La financiación aportada por los ahorradores y la financiación recibida por el sector productivo no puede diferir.

La estructura de activos y pasivos estará en consonancia, si el flujo de caja de los activos (producción y venta de bienes: es decir, generación de riqueza para consumidores) es capaz de cubrir las salidas de flujos de caja de los pasivos (compromisos de generación de riqueza para sus financiadores). La estructura de activos y pasivos se encuentra en desequilibrio si la generación de riqueza para los consumidores ocurre a un ritmo menor que los compromisos de generación de riqueza para los financiadores; es decir, que los flujos de caja de

los activos son insuficientes para atender los flujos salientes correspondientes a los pasivos.

B INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

La intermediación financiera se ubica entre demandantes y oferentes de crédito; es decir, entre agentes productivos y ahorradores. Los bancos y otras instituciones financieras se colocan entre la estructura de pasivos y la estructura de cartera.

Cuando los intermediarios financieros extienden crédito al sector productivo, este se refleja en el activo de su balance y en el pasivo del agente productivo, por lo que gran parte del activo de los intermediarios financieros es equivalente a los pasivos empresariales, siendo el resto crédito al consumo y financiación a entidades estatales. Cuando los agentes económicos ahorran y construyen sus carteras de inversión, lo hacen generalmente mediante algún tipo de intermediario financiero, por lo que la estructura de cartera de los agentes tiende a coincidir con el pasivo de los intermediarios financieros.

El sector financiero es el encargado de coordinar la estructura de pasivos empresariales y la estructura de cartera de los ahorradores. Para conseguirlo, es necesario que coordine sus propias estructuras patrimoniales; es decir, que los flujos de caja de sus activos sean iguales o mayores que los flujos de caja de sus pasivos. Dicho de otra manera: que la liquidez de su activo sea al menos igual que la liquidez de su pasivo, para evitar que los compromisos de generación de riqueza del sector empresarial sean a más largo plazo

que los compromisos de generación de riqueza prometidos a los ahorradores.

En las economías modernas, el sector financiero es mucho más grande que el sector real. Esto ocurre por cuatro razones:

- El volumen de la economía real representa la producción presente, mientras el volumen de la economía financiera es la suma de la expectativa de toda la producción futura, traída a valor presente.
- Las ramificaciones financieras suelen expandirse para crear productos financieros a la medida de cada ahorrador con una enorme facilidad. Así, vehículos de inversión, titulizaciones y un largo etcétera son creados como nuevos intermediarios fuera de balances bancarios, incrementando el volumen de la economía financiera.
- Cada intercambio en la cadena de valor entre diferentes agentes se refleja en intercambios a crédito, que aumentan el volumen de activos financieros.
- La inexistencia de liquidador último de deuda e inflación derivada de monetizaciones indiscriminadas de activos, que obligan a los agentes a protegerse del riesgo inflacionario mediante instrumentos financieros.

El primer punto no es problemático, dado que es lógico que los agentes económicos hagan intercambios con producción futura y, por supuesto,

esta es mucho mayor que la producción presente. Los dos puntos siguientes tampoco son problemáticos, puesto que nuevos intermediarios financieros con otro tipo de productos son nuevos activos, pero también nuevos pasivos, que en ausencia de descalce de plazos se cancelan entre sí, y la estructura de pasivos empresariales en su mayor parte termina siendo equivalente a la estructura de cartera de los ahorradores. El segundo y tercer punto pueden ser catalogados como transacciones técnicas y obviados mediante algunos ratios e indicadores financieros, con el fin de descubrir el impacto en la estructura de capital de la economía.

El cuarto punto sí causa problemas, puesto que la propia monetización de bienes futuros conlleva una descoordinación entre, por un lado, agentes que pretenden mantenerse líquidos, y por otro, un sector empresarial que inmoviliza los fondos de dichos agentes en inversiones a largo plazo. Los demandantes de moneda ven sus fondos inmovilizados a largo plazo, implicando una fuente de financiación o pasivo empresarial igualmente a largo plazo, y por lo tanto un incentivo por parte del sector empresarial a utilizar unos activos que maduran a muy largo plazo. Es decir: existen nuevas disponibilidades monetarias sin que existan nuevos productos; aparece la inflación y con ella una huida de la moneda a activos financieros que aumenta exponencialmente la financiarización de la economía.

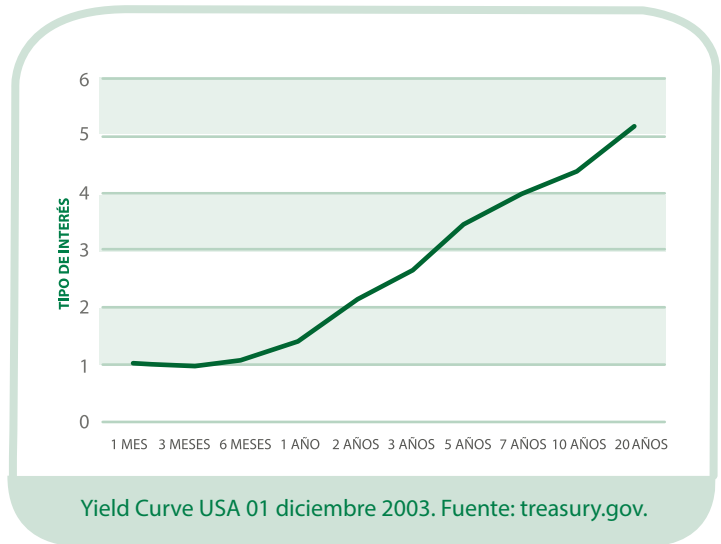
TEORÍA DEL CICLO COMO DEGRADACIÓN DE LA LIQUIDEZ

Dos visiones sobre el papel del sistema bancario como arbitrista.

- El sistema bancario arbitra la curva de tipos, captando ahorro donde es más barato (corto plazo y bajo riesgo) e invirtiendo el ahorro donde es más rentable (largo plazo o alto riesgo).
- El sistema bancario arbitra tipos de interés por plazo y riesgo, captando ahorro al mismo plazo temporal y perfil de riesgo que la inversión de ese ahorro. Los intermediarios financieros obtendrían rentabilidad arbitrando el *spread* entre *bid* y *ask* con el mismo plazo y riesgo.

Suponemos que la forma que toma la curva de tipos en una economía de mercado es creciente; es decir: que los tipos a largo plazo son más altos que los tipos a corto plazo, por varios motivos:

1. **Riesgo creciente:** las posibilidades de prever las condiciones imperantes en el futuro decrecen cuando se expande el horizonte temporal.
2. **Liquidez decreciente:** las posibilidades de rehacer el plan de actuación decrecen a medida que aumenta el plazo temporal en el que se comprometen los activos objeto de préstamo. Tan solo se podrá rehacer el plan si se encuentra a otro proporcionador de recursos que se subrogue en la posición original. O sea: al renunciar al uso de recursos durante un determinado periodo de tiempo se pierde la capacidad de hacer frente a imprevistos durante el mismo periodo temporal.



Cuando los intermediarios financieros arbitran la curva de tipos de interés, se producen pérdidas generalizadas de liquidez, los activos maduran más tarde que los pasivos y se produce una sobreinversión en capital fijo y una infrainversión en capital circulante. El ahorro a corto plazo o en pasivos monetarios del sistema bancario se dedica a financiar inmobilizaciones de capital, por lo que la inversión a largo plazo aumenta ostensiblemente por encima del ahorro a largo plazo. El sector financiero utiliza la mayor elasticidad del ahorro a corto plazo o de pasivos monetarios para extender el crédito al sector productivo, donde el interés cobrado es mucho mayor. Al hacerlo pierde su propia liquidez y puede llegar a causar la suspensión de pagos.

El banco central se encarga de refinanciar, aceptando para ello gran cantidad de activos, por lo que la iliquidez del sistema bancario se extiende a lo largo de toda la estructura de crédito. Por un lado, hace estructuralmente ilíquido al sistema productivo,

incapaz de crear riqueza en el momento en que los consumidores la demandan, al producir inmobilizaciones no acordes con los deseos de ahorradores expresados mediante la estructura de cartera. Por otro, traspasa su iliquidez al sistema monetario, cuando el banco central compra o concede créditos contra colateral asociado a bienes futuros, poniendo en grave riesgo la moneda y la estabilidad del banco central, si los créditos asociados son impagados.

Este esquema es especialmente propicio para monetizar una cantidad ingente de bienes futuros (aunque no es el único tipo de descalce de plazos existente). Las monetizaciones de activos futuros en un primer momento aumentan el precio de los activos objeto de monetización. Además, las nuevas disponibilidades creadas en el proceso encuentran acomodo en diferentes activos, dependiendo de la fase del ciclo en la que nos encontremos:

- Si estamos en fase expansiva, las monetizaciones tenderán a dirigirse hacia bienes de capital a largo plazo; más en concreto, hacia los títulos valores que los representan; es decir: habrá inflación de activos financieros.
- A medida que avanza la coyuntura, y ante el alto precio de los activos bursátiles, las empresas pueden acceder a financiación propia barata y abundante, los aumentos de capital llevan a un mejoramiento de ratios de solvencia y con ellos a la posibilidad de recurrir también al endeudamiento por medio de bonos. Toda esta financiación por el lado del pasivo empresarial se refleja en el lado

del activo de las empresas en un aumento de la capacidad instalada, llevando con ello un aumento del precio de los bienes de capital, especialmente de capital fijo.

- Se desequilibran las expectativas temporales entre producción de riqueza y su consumo. Es decir: la estructura de capital de la sociedad se alarga, los activos productivos maduran después de un largo periodo temporal, mientras la estructura de cartera de los ahorradores espera la producción de esa riqueza mucho antes. Esto es: los ahorradores esperan convertirse en consumidores (un ahorrador no es más que un consumidor futuro) mucho antes de que los bienes de consumo estén disponibles. Esto desata un aumento de precios de los bienes de consumo y de los bienes de capital cercanos al consumo (materias primas y bienes semiterminados). Esta fase del ciclo se caracteriza por una disminución de la rentabilidad de los bienes de capital fijo y por lo tanto de su precio, y con él del precio de los títulos valores que los representan. La caracterización será una disminución del ratio precio de bienes de capital entre precio de materias primas.

En cambio, si los agentes productivos y los intermediarios financieros invierten al mismo plazo que aquel al que reciben financiación, el sistema bancario hace la función de dirigir el capital hacia sus mejores usos, sin trastocar la toma de decisiones de los financiadores o ahorradores. Es decir: el flujo de bienes y servicios es consecuente con la posibilidad de consumo de los ahorradores o consumidores futuros. El compromiso de generación de riqueza del sector productivo —esto es, la estructura

de pasivos de la economía— ocurre al mismo tiempo que el compromiso de generación de riqueza esperado por los consumidores futuros; es decir, la estructura de cartera.

D DIFERENTES TIPOS DE INFLACIÓN Y SU RELACIÓN CON EL EMPLEO DE FACTORES PRODUCTIVOS

En una economía desarrollada con un alto grado de división del trabajo los trabajadores tienen unas habilidades muy diferentes unos de otros. En otras palabras: cada trabajador posee una cantidad y calidad de capital humano incorporado muy diferente de la de los otros trabajadores. Este capital humano no tiene porqué ser solamente aportado por la educación formal. En este ámbito, las economías de aprendizaje dentro de una estructura productiva tienen una importancia decisiva. A mayor capital humano incorporado mayor será el salario de reserva mínimo que un trabajador estará dispuesto a aceptar por sus servicios.

Así, el patrón de especialización de una economía es fundamental para dar empleo a recursos o factores altamente especializados. Los factores altamente especializados solo encuentran acomodo en la economía cuando existen sus factores complementarios. Es decir: el patrón de especialización de los trabajadores debe ser consecuente con el tipo, cantidad y calidad del resto de bienes de capital en la economía. El patrón de especialización de los trabajadores debe tener una coherencia interna; esto es: las diferentes

especialidades deben complementarse entre sí para evitar duplicidades y carencias, pero debe tener además una coherencia externa con el resto de capital disponible en la sociedad.

De forma que un patrón de especialización en la economía inconsistente, unido a un salario de reserva mínimo, elevado por alta especialización, lleva a un alto desempleo del factor trabajo, tanto por pérdida de productividad, debida precisamente a la mala especialización, como por aumentos paulatinos del precio mínimo exigido por contratarse.

Para medir variaciones en el poder adquisitivo de la moneda, utilizaremos cinco instrumentos con los que trataremos de dar respuesta a los cambios de poder adquisitivo entre diferentes tipos de activos o bienes. Así, trataremos de desarrollar que precisamente los cambios relativos en los precios de dichos activos, fuera del rango requerido por la demanda de consumidores y condiciones técnicas de producción, son los que llevarán a un desempleo masivo. Los cinco ámbitos de análisis son:

- El poder adquisitivo de la moneda en función de los activos financieros. La medición que se utilizará tendrá su base en los índices bursátiles.
- El poder adquisitivo de la moneda en función de los activos reales. El instrumento que se utilizará serán los diversos índices de precios de producción.
- El poder adquisitivo de la moneda en función de los bienes de consumo finales. El instrumento que se utilizará será el índice de precios al consumo.

- El poder adquisitivo de la moneda en función de las principales divisas de referencia internacional. Para ello se utilizarán como instrumento los tipos de cambio internacionales.
- El poder adquisitivo de la moneda en función del activo monetario que históricamente ha ejercido de medio de pago internacional y que todavía hoy retiene importantes funciones monetarias; esto es, el oro.

La inflación en activos financieros está relacionada con las últimas fases de la depresión y primeras del ciclo expansivo. Y es que, dada su especial situación, el mercado de valores tiende a anticipar las fases alcistas del ciclo económico. La inversión en activos financieros adelanta a la inversión en activos productivos. Si las bases para la recuperación económica existen —es decir, si se han purgado las malas inversiones—, el alza del mercado de valores da lugar a que las empresas puedan acceder a fondos propios de forma mucho más asequible que durante la crisis y la depresión. Es decir: el alza en el mercado de valores provoca que los agentes económicos que sobreviven, y que se han dedicado a recuperar su liquidez mediante la readaptación de sus activos productivos, puedan terminar de recuperar su liquidez por el lado del pasivo, aumentando fondos propios y reajustando su apalancamiento a niveles más sostenibles.

Sin embargo, una política monetaria expansiva por parte de los bancos centrales podría causar inflación en activos financieros, mucho antes de haberse purgado las malas inversiones y de que se recupere la

liquidez del activo de los agentes económicos. Si esto es así, entonces se pone a disposición de las empresas un financiamiento barato para sostener una estructura productiva ineficiente. Es decir, las expansiones monetarias de bancos centrales pueden suponer una consolidación de malas inversiones realizadas en la anterior fase de auge.

Después de la inflación de activos financieros, una vez que las empresas consiguen financiamiento barato en sus fondos propios, contando con una estructura de activos líquidos y purgada de malas inversiones, se empieza a invertir grandes sumas en activos productivos. Es decir: cuando la economía recupera la liquidez, tanto de sus activos como de sus pasivos (los activos son capaces de generar valor a menor plazo y las fuentes de financiación son en mayor medida capitales propios o al menos el perfil temporal de la misma aumenta), se puede proceder a generar nueva riqueza. Se acelera la compra de activos productivos en las nuevas ramas de la economía, que se prevé sean las mayores generadoras de riqueza, produciéndose un aumento en el precio de dichos activos.

En el caso de que el sector financiero y el banco central no descoordinen a los agentes, no terminará produciéndose inflación en los bienes de consumo, las estructuras de bienes de capital a largo y corto plazo estarán balanceadas y las empresas extractoras y de bienes primarios e intermedios serán capaces de satisfacer adecuadamente las demandas de recursos de las industrias de más capital intensivas. En definitiva, tanto los patrones de producción y de

consumo esperado como los flujos crediticios en la economía están coordinados entre sí.

Por el contrario: en el caso de que el sector financiero provoque pérdidas generalizadas de liquidez en la economía, se producirán sobreinversiones en activos productivos a largo plazo, que terminarán en un cuello de botella en materias primas, cuyos factores productivos hayan sido objeto de infrainversión. El abandono del principio de la liquidez por parte del sector financiero provoca en última instancia una mala asignación de recursos productivos, que tenderá a proveer de menos materias primas que las necesarias, para alimentar a una gran cantidad de bienes de capital fijo. Esto provoca un aumento de precios en los bienes de consumo, característica de las últimas fases alcistas del ciclo.

E DEPRECIACIÓN MONETARIA

Las causas de la depreciación monetaria pueden ser tres:

i. Balanza comercial deficitaria

La balanza comercial negativa significa literalmente pérdida de reservas monetarias extranjeras (o aumento de créditos concedidos por otros bancos centrales; es decir, pérdida futura de reservas monetarias extranjeras). La balanza comercial positiva significa acumulación de reservas monetarias extranjeras (repago de créditos concedidos a otros bancos centrales o apertura de créditos del banco central nacional al banco central extranjero; es decir, aumento de activos monetarios extranjeros o disminución de pasivos nacionales).

Las balanzas comerciales negativas tienen un impacto por el lado de la demanda monetaria; o sea, al disminuir en términos netos la demanda de bienes nacionales disminuye también marginalmente la necesidad de demandar moneda nacional para comprar esas mercancías.

Las balanzas comerciales tienden a modificar el valor de la moneda a corto plazo y no tanto a largo plazo. Desequilibrios en la balanza comercial sostenidos en el tiempo suelen ser a su vez causa de una desestabilización del mercado de crédito, siendo esta la verdadera causa de la pérdida de poder adquisitivo de la moneda en el largo plazo. Ahora bien: desequilibrios en la balanza comercial sostenidos en el tiempo suelen ser a su vez causa de una desestabilización del mercado de crédito.

ii. Aumento de créditos con monetización de bienes futuros

Cuando el aumento de crédito tiene su base en un ahorro no monetario, los aumentos del poder adquisitivo de ciertos agentes se compensan con disminuciones del poder adquisitivo de otros. El acreedor cede su poder adquisitivo al deudor durante el tiempo que dure el crédito. Si la monetización de bienes se circunscribe a bienes presentes (mediante créditos autoliquidables), no hay razones para pensar que el poder adquisitivo de la moneda vaya a sufrir grandes variaciones. Mayores medios de pago coincidirán temporalmente con mayor cantidad de bienes, llegando a las últimas fases del proceso productivo, por lo que aumentos de disponibilidades monetarias y aumentos de la cantidad de bienes se cancelan unos a otros y

el poder adquisitivo no sufre cambios. Una vez vendido el bien de consumo y pagado por el consumidor, desaparecen los créditos vinculados y con ellos la cantidad de moneda emitida en un primer momento; es decir: los aumentos y disminuciones de moneda van de la mano de aumentos y disminuciones de la cantidad de bienes de consumo, siempre y cuando los bienes monetizados lo sean mediante créditos autoliquidables.

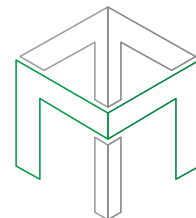
Sin embargo, cuando los bienes monetizados son bienes futuros (promesas de entregar bienes en un momento futuro) se desata un mecanismo inflacionario, y es que las nuevas disponibilidades se disocian con aumentos de bienes de consumo. La moneda tenderá a sufrir una depreciación siempre que se moneticen bienes futuros, independientemente de que esta monetización tenga su origen en el sector público (deuda pública) o en el sector privado (deuda empresarial o crédito al consumo).

iii. Estado de las finanzas públicas

La calificación crediticia del Estado es crucial para determinar posibles cambios en el poder adquisitivo de la moneda. Al fin y al cabo, el activo detrás de la moneda hoy en día es la deuda del Estado.

Los aumentos de los déficits públicos son preocupantes para el estado de la moneda, por dos razones:

- Posibilidad latente de monetización. Esto desata los efectos descritos anteriormente: mayor cantidad de disponibilidades monetarias, sin contrapartida en mayor cantidad de bienes presentes.
- Aumento del riesgo país. Es un riesgo que se traslada a los poseedores de los títulos emitidos por el Estado. Su contagio a la moneda se produce por una doble vía: por un lado, los bonos que directamente posee el banco central bajarán de valor, para adaptarse al mayor tipo exigido por la presencia de mayor riesgo; y si el activo del banco central sufre pérdida de valor, la misma se traslada a sus pasivos (moneda); por otro, el banco central extiende crédito al sistema bancario y el colateral exigido suele ser títulos del Estado. En este caso, las pérdidas correspondientes al aumento del riesgo las sufre la banca y sus normalmente infracapitalizados fondos propios; y una vez agotado este *buffer*, la pérdida monetaria vuelve al banco central y con él a sus pasivos (moneda). Además, el sistema bancario también provee de disponibilidades al público, siendo su valor también sostenido por su propio capital, que se ve perjudicado por aumentos del riesgo país.



3. INSTRUMENTOS DE ANÁLISIS

Nos centraremos ahora en caracterizar en qué medida los patrones de crédito en la economía son coherentes con los flujos de caja esperados de los agentes. Distinguiremos tres situaciones distintas:

- Sostenible: los flujos de caja entrantes de los deudores son suficientes para pagar el principal y los intereses de los créditos.
- Insostenibilidad largo plazo, sostenibilidad corto y medio plazo: los flujos de caja son suficientes para repagar intereses pero no totalmente el principal.
- Insostenibilidad completa: los flujos de caja de los deudores no son suficientes para atender el pago de los intereses, y se necesitan nuevas cantidades de deuda para evitar el inevitable impago y liquidación.

Con tal objeto utilizaremos balances agregados y consolidados de diferentes agentes económicos, contenidos en el Flow of Funds, así como los balances agregados y consolidados del sector financiero y del resto de agentes económicos.

Uno de los elementos diferenciadores de *UFM Market Trends* será el análisis del Flow of Funds de las diferentes economías mundiales. Las cuentas nacionales normalmente nos enseñan el desempeño de una economía, pero, al mostrarnos tan solo la última parte del proceso productivo (bienes y servicios finales), nos esconden cómo funciona esa economía; sabríamos cómo crece y algunos detalles

de ese crecimiento, pero nos perderíamos el cómo está creciendo; es decir: qué sectores llevan la iniciativa del crecimiento, cómo su expansión lleva a una expansión derivada al resto de sectores y si el patrón de crecimiento es sostenible o no. Para dar respuestas a estos interrogantes, utilizaremos tanto el Flow of Funds como balances consolidados del sector financiero (como intermediario entre flujos de efectivo), para poner de manifiesto posibles irregularidades en el flujo de fondos saliente del sector empresarial (bienes comprometidos) y el flujo de fondos entrante de los ahorradores (bienes esperados).

Además, el análisis del Flow of Funds nos va a permitir seguir el *cash flow* de bienes finales y bienes intermedios, y poder seguir sus patrones cíclicos. Los pagos de bienes no finales normalmente son mayores que los de bienes finales (etapas anteriores del proceso productivo); por eso su importancia es normalmente subestimada en las cuentas nacionales.

Se propone, además, seguir varios indicadores, así como la relación entre ellos en los siguientes apartados:

- Empleo y producción
- Sector inmobiliario
- Sector público
- Sector exterior (balanza de pagos)
- Indicadores de mercados financieros
- Tendencias de precios

Esta publicación ha sido posible gracias a una donación de **John Templeton Foundation**.

Las opiniones expresadas en esta publicación son de los autores y no necesariamente reflejan los puntos de vista de John Templeton Foundation.