

CURRENCY

GLOBAL  
MARKETS

INTEREST  
RATES

CREDIT  
MARKETS

# ***XIII Conferencias Sobre Supervisión Financiera***

## **Un oasis entre dos crisis**

Guatemala, Guatemala  
Septiembre 2, 2010

Jorge Suárez Vélez  
[jorge@spfo.com](mailto:jorge@spfo.com)



“En una u otra forma, toda crisis tiene un componente de deuda que ha adquirido un tamaño desproporcionado en relación a los medios para pagarla.”

John Kenneth Galbraith, 1990,  
*A Short History of Financial Euphoria*



Nada ha cambiado.  
Ésta es una crisis estructural.  
Sus raíces siguen intactas

# Continúa la misma crisis.

- La Fed de Greenspan comprendió claramente el impacto deflacionario de la crisis japonesa de 1989.
- En 2000 reventó la burbuja de Internet.
- Greenspan adoptó la política monetaria más laxa en décadas, bajando la tasa de “Fed Funds” a 1% en 2004 (el menor nivel en 50 años).
- Esta política plantó la semilla para la siguiente burbuja, mucho mayor que la anterior.

# Nace una burbuja

Baja en  
tasa de  
interés



- Aumentó inversión privada
- Burbuja inmobiliaria
- Aumentó consumo
- Aumentó apetito por riesgo
- Explosión de la oferta de crédito bancario

# El acervo de deuda creció excesivamente en Estados Unidos.

- En 1980 era 163% del PIB.
- En 2007 alcanzó 346% del PIB.



- Dos sectores se endeudaron:
  - La deuda de las familias creció de 50% del PIB en 1980 a 100% en 2007.
  - La deuda del sector financiero pasó de 21% a 116%.



# La carga se ha vuelto insostenible para las familias.

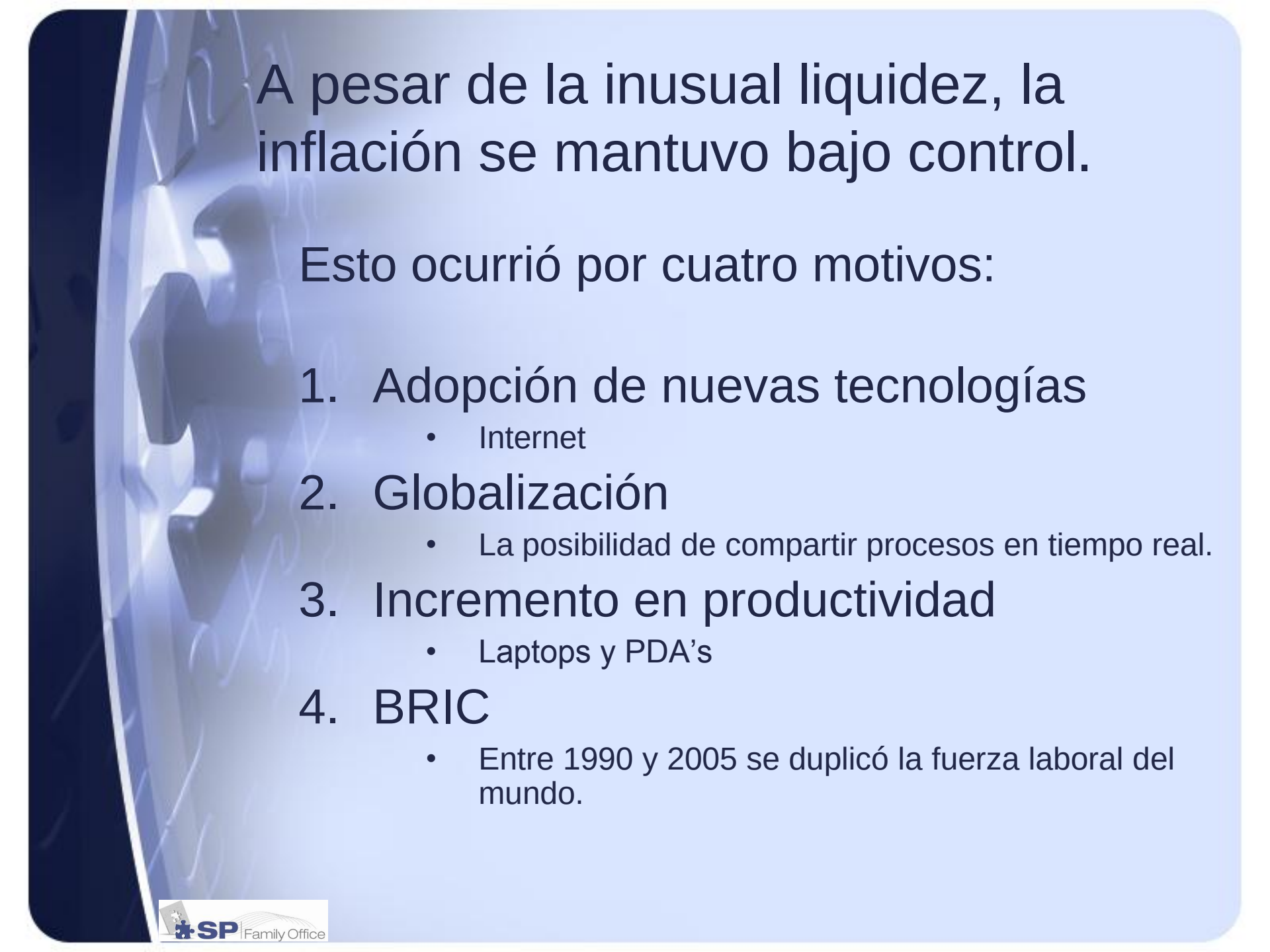
- De 1960 a 1980 la razón deuda/ingreso familiar se mantuvo estable alrededor de 70% del PIB.
- Para 2002 ya era 101%.
- En 2007 alcanzó 140%
- Hoy en día, 14% del ingreso neto después de impuestos se va a pagar deuda.
- Es más que lo que gastan en comida.



# La excesiva disponibilidad de crédito alimentó una burbuja.

- Sin cambios demográficos, los precios de bienes raíces crecen 1% en términos reales por año.
- Entre junio de 2001 y junio de 2006, los precios en las diez principales ciudades aumentaron 88.5%.
- El valor del colateral creció rápidamente, y con éste la capacidad de las familias para endeudarse.
- Las casas se volvieron cajeros automáticos.





A pesar de la inusual liquidez, la inflación se mantuvo bajo control.

Esto ocurrió por cuatro motivos:

1. Adopción de nuevas tecnologías

- Internet

2. Globalización

- La posibilidad de compartir procesos en tiempo real.

3. Incremento en productividad

- Laptops y PDA's

4. BRIC

- Entre 1990 y 2005 se duplicó la fuerza laboral del mundo.



El ingreso de la clase media cayó, y por eso se compensó con deuda.

- Entre 1947 y 1973 el ingreso de la familia media estadounidense se duplicó en términos reales.
- Entre 1973 y 2007, aumentó 22% y eso sólo porque las mujeres se incorporaron a la fuerza laboral.
- Esto ocurrió parcialmente por inmigración, libre comercio, menor sindicalización pero principalmente debido a los cambios tecnológicos que redujeron la demanda por trabajadores medianamente calificados.

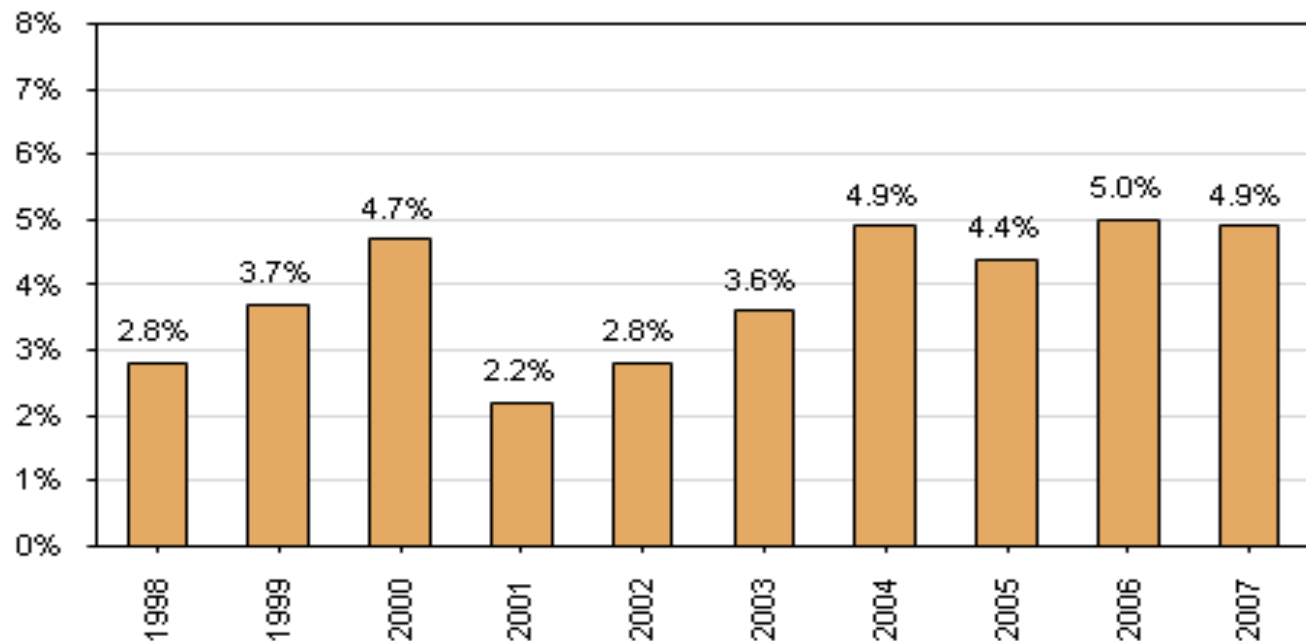
# El colosal tamaño del sector financiero se ha vuelto un problema.

- En países como el RU, los activos bancarios pasaron de 50% del PIB a 550% del PIB en cuatro décadas.
- La rentabilidad del sector se ha vuelto totalmente dependiente del apalancamiento.
- El bajo costo del apalancamiento se da en función de que asume respaldo del gobierno que eventualmente SIEMPRE rescata.

# Crecimiento económico mundial

## World economic growth

Annual percentage change in world output, 1998–2007



Source: "World Economic Outlook," April 2008, International Monetary Fund



# Como resultado, el consumo creció a niveles insostenibles.

- La revaluación de diferentes activos provocó un efecto riqueza.
- El incremento en el valor de las casas se extrajo mediante segundas y terceras hipotecas.
- La balanza comercial estadounidense, fuertemente deficitaria, permitió que la bonanza se reflejara en el resto del mundo.
  - 72% de la economía de EU es consumo.
  - Es decir, 17% de la economía mundial

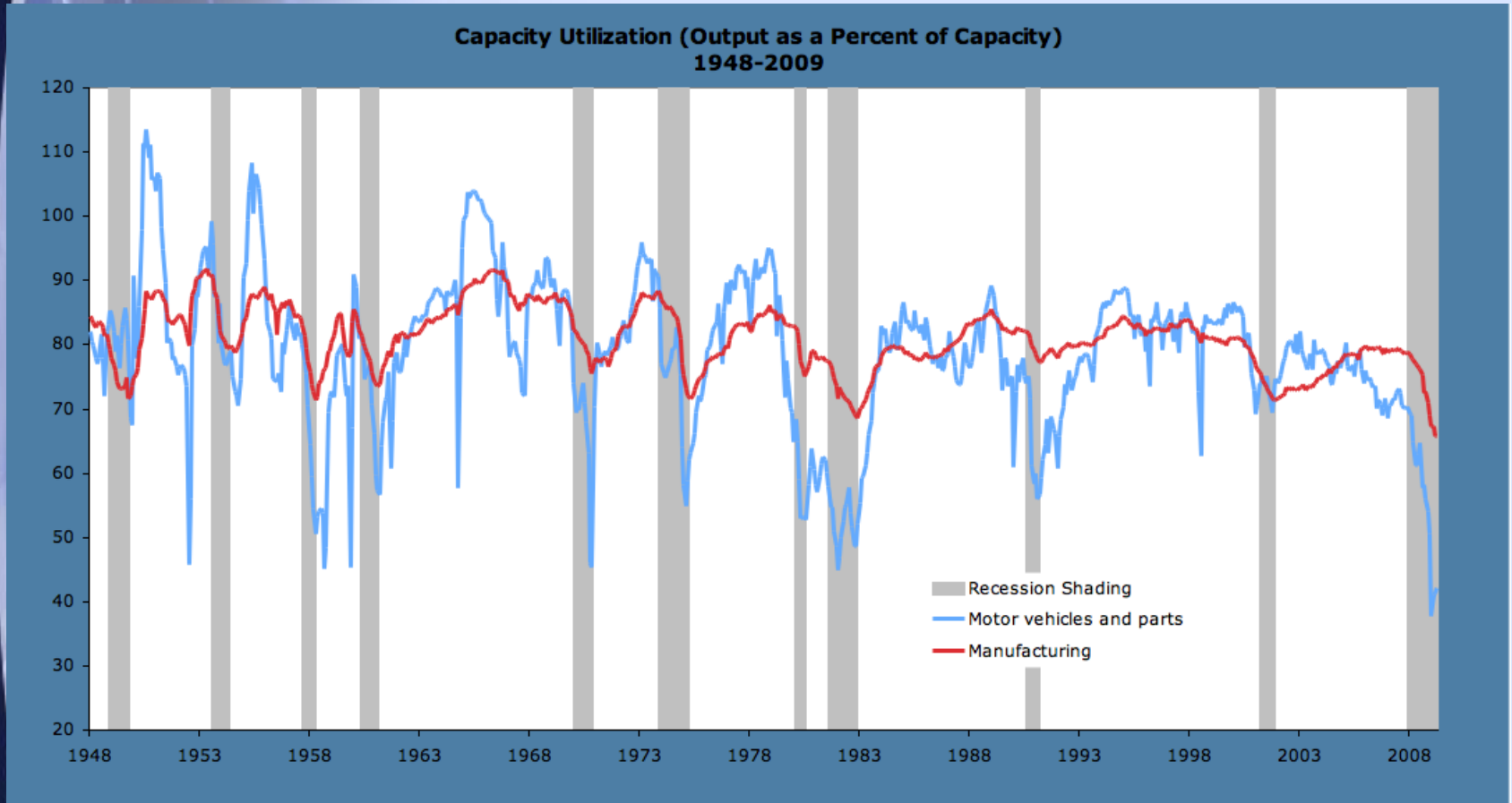


El patrimonio de las familias fue permanentemente afectado.

- La razón capital/precio de las casas está en su menor nivel histórico: 44.7%.
- El patrimonio total bajó en 13 billones de dólares en 2008.
- En 2009 se recuperó en alrededor de 3 billones. Pudo ser más por el alza bursátil, pero los patrimonios estaban en cash.



# Utilización de capacidad

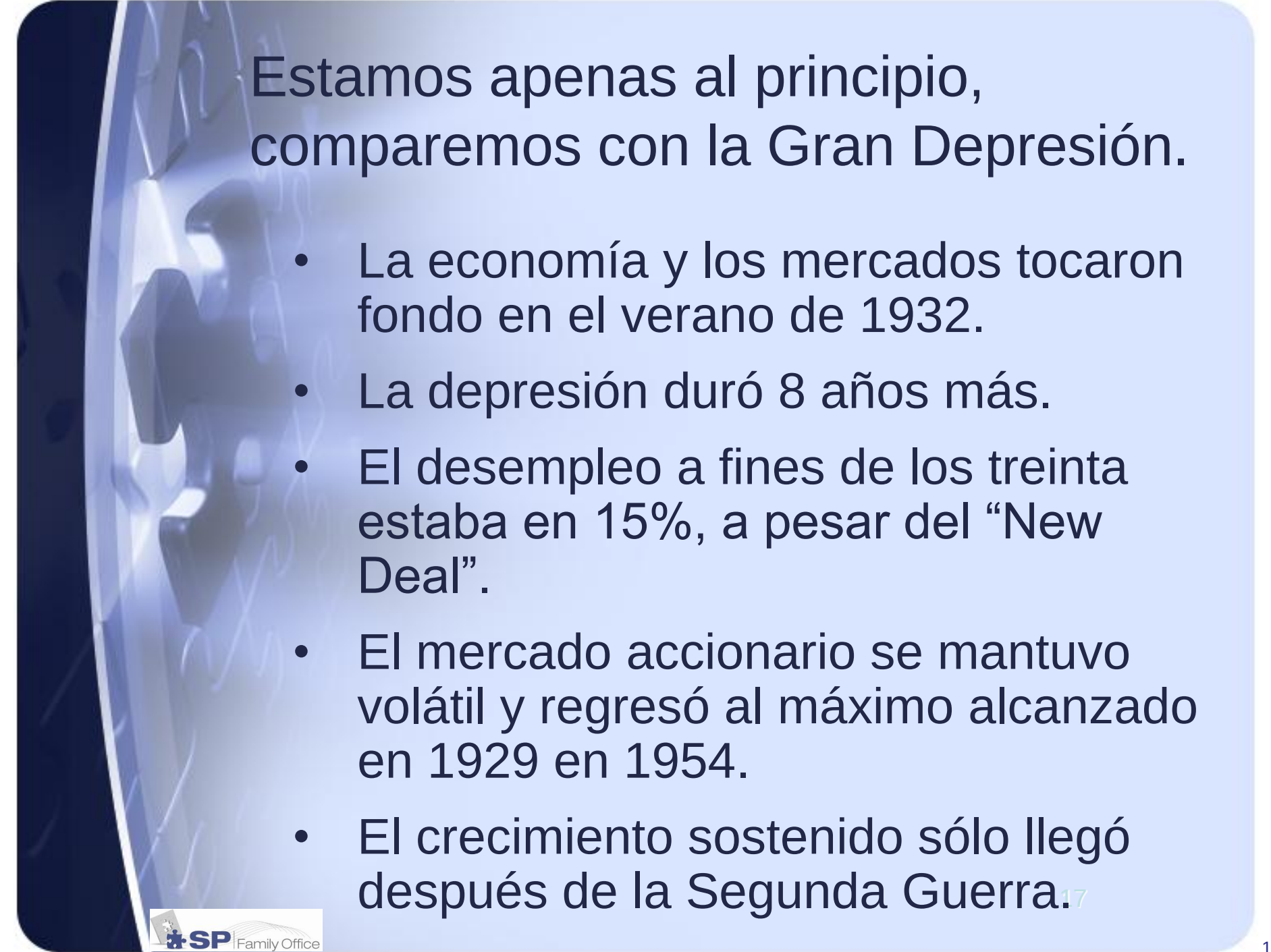




La economía apenas empieza el doloroso proceso de desapalancamiento.

*“La sabiduría popular dice que uno no puede gastar más de lo que gana. Eso es cierto a nivel individual, pero engañoso cuando se aplica a una comunidad ... sería más cierto decir que no podemos ganar más de lo que gastamos.”*

John Maynard Keynes



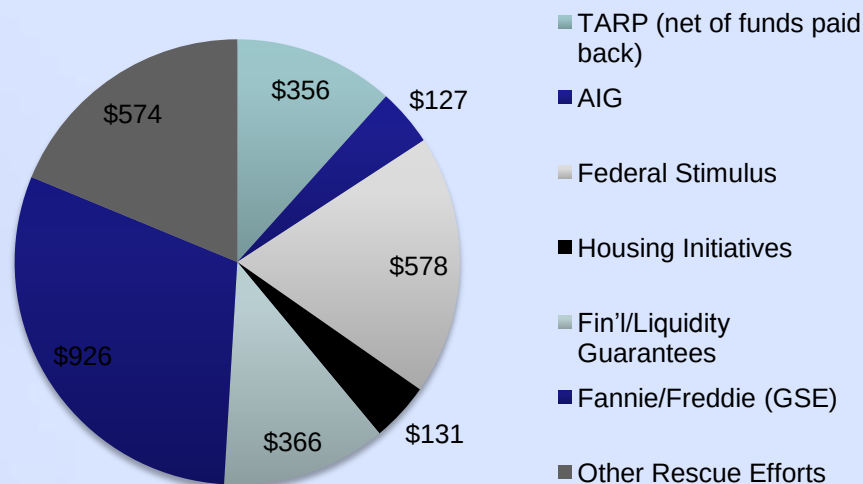
Estamos apenas al principio,  
comparemos con la Gran Depresión.

- La economía y los mercados tocaron fondo en el verano de 1932.
- La depresión duró 8 años más.
- El desempleo a fines de los treinta estaba en 15%, a pesar del “New Deal”.
- El mercado accionario se mantuvo volátil y regresó al máximo alcanzado en 1929 en 1954.
- El crecimiento sostenido sólo llegó después de la Segunda Guerra.<sup>17</sup>


$$\text{PIB} = C + I + G + X - M$$

# El estímulo ha sido considerable.

Se ha gastado más de tres billones de dólares

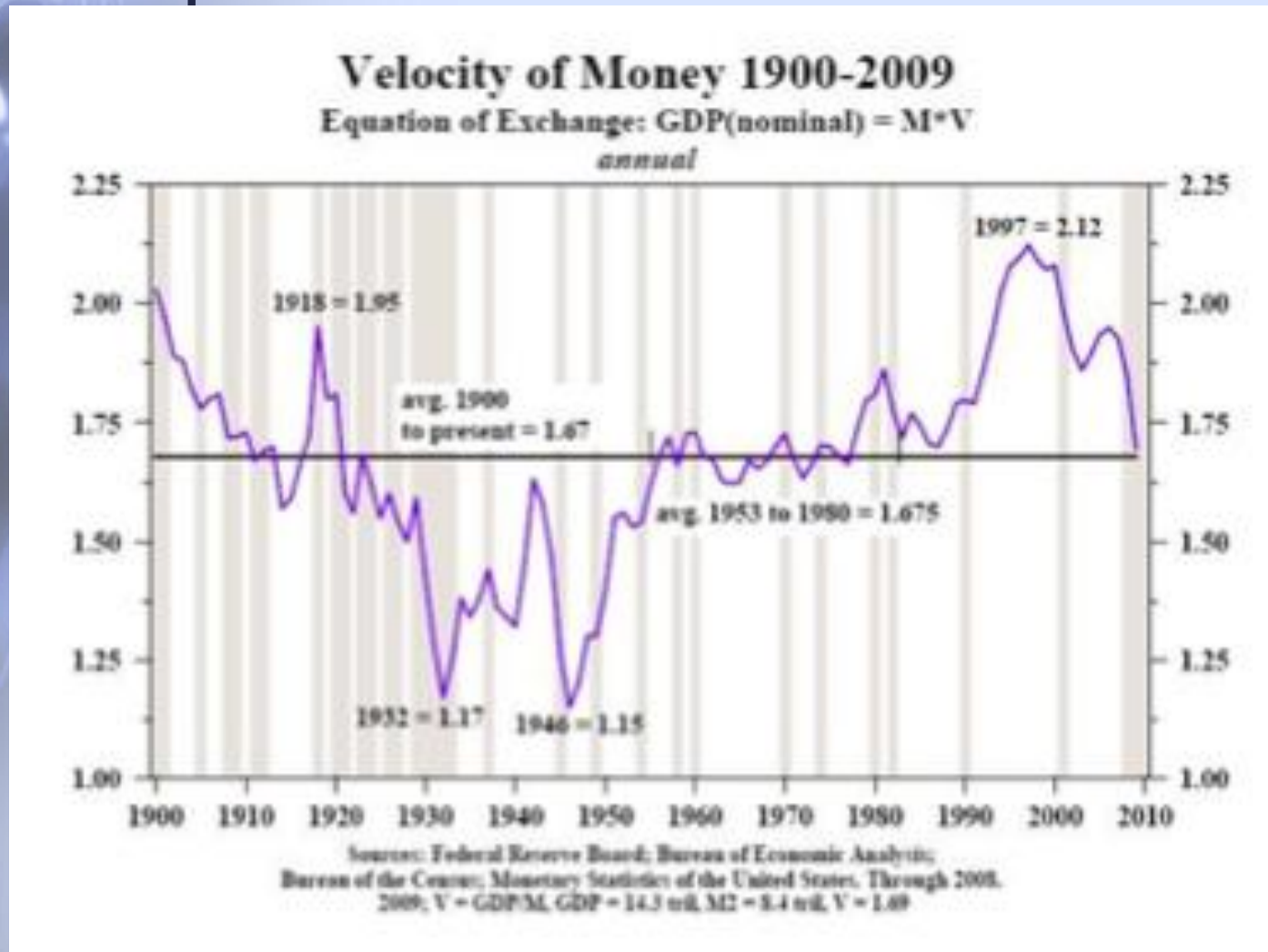


## Comparación:

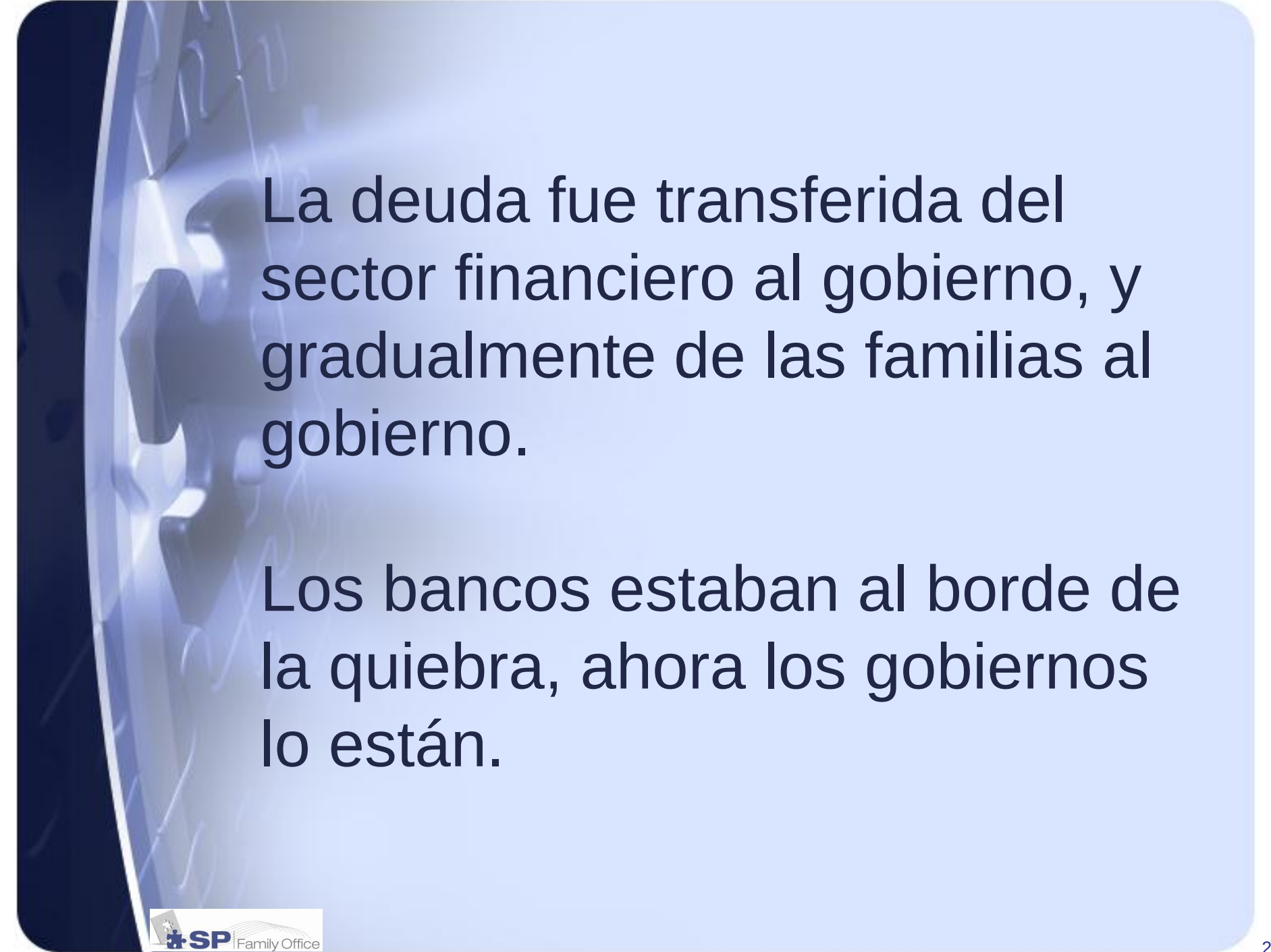
- Plan Marshall \$115 mil millones
- Carrera a la luna \$237 mil millones
- Segunda Guerra \$2.6 billones

Note: Amounts inflation adjusted

Pero la velocidad del dinero se ha desplomado.







La deuda fue transferida del sector financiero al gobierno, y gradualmente de las familias al gobierno.

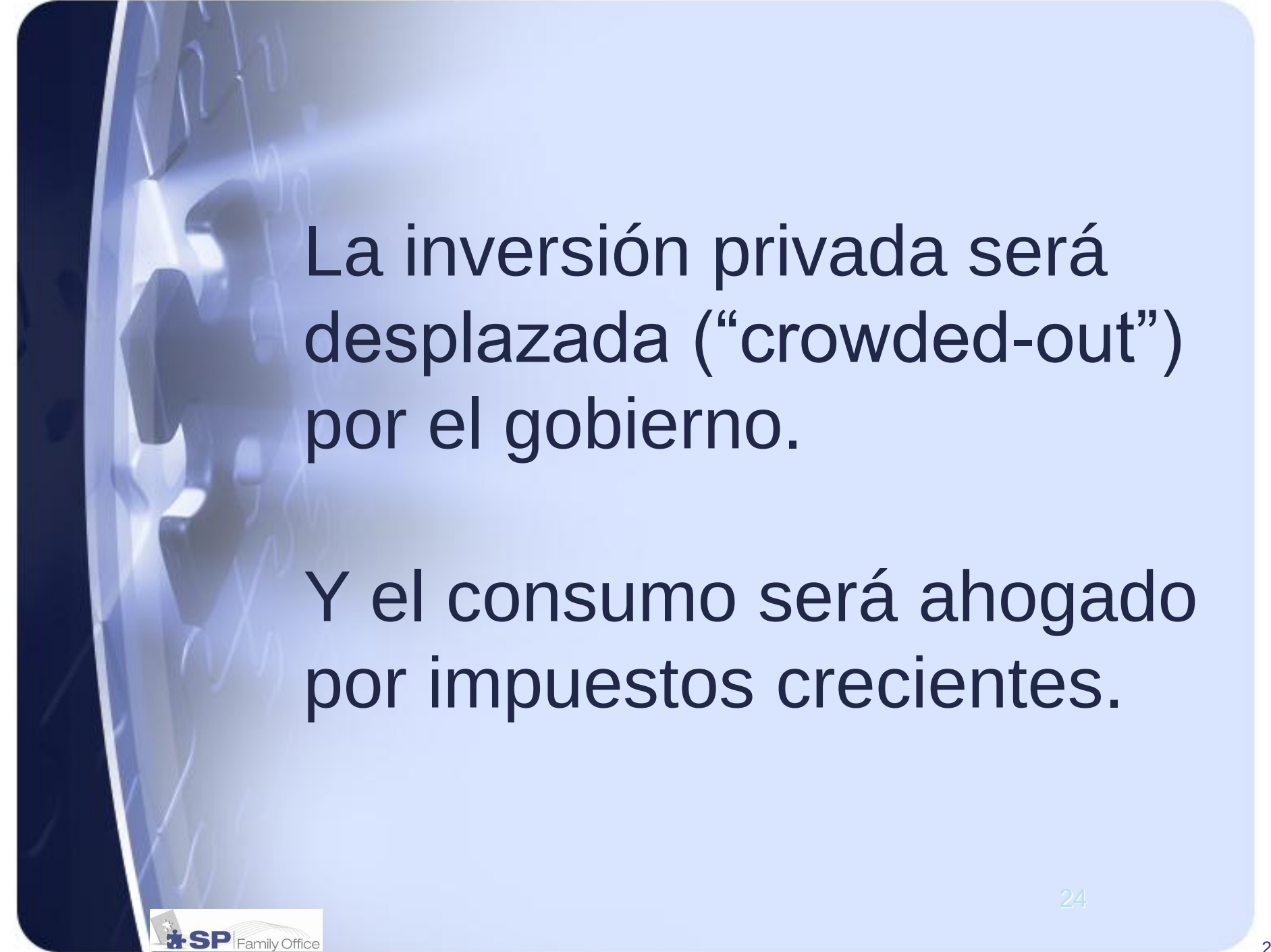
Los bancos estaban al borde de la quiebra, ahora los gobiernos lo están.



Los modelos keynesianos  
no parecen considerar cuán  
pegajoso es el gasto  
público.



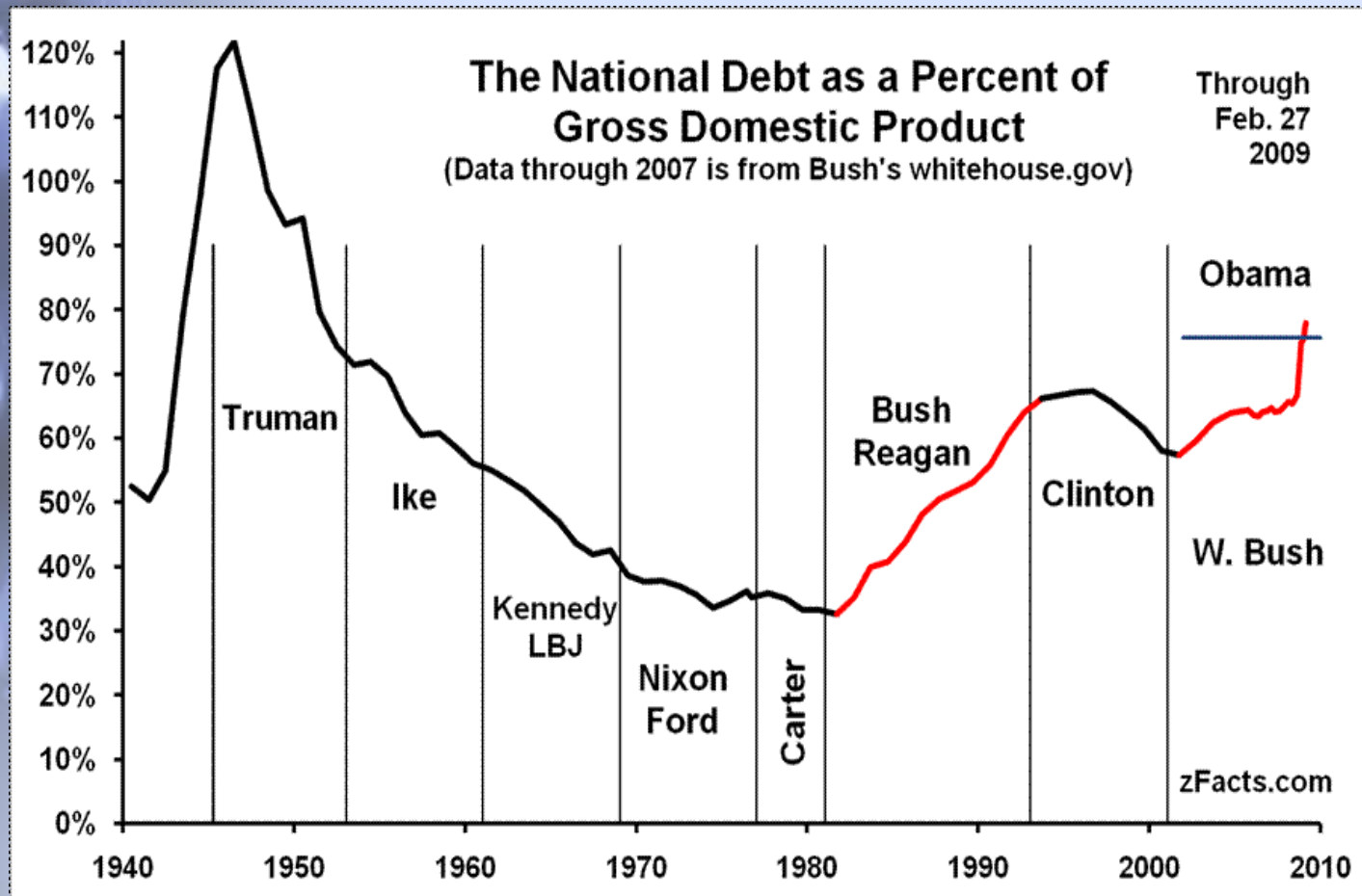
El problema fiscal proviene  
del colapso de la recaudación.



La inversión privada será desplazada (“crowded-out”) por el gobierno.

Y el consumo será ahogado por impuestos crecientes.

Sólo en la Segunda Guerra Mundial se acumuló más deuda pública. No había crecido tan rápido desde 1792.





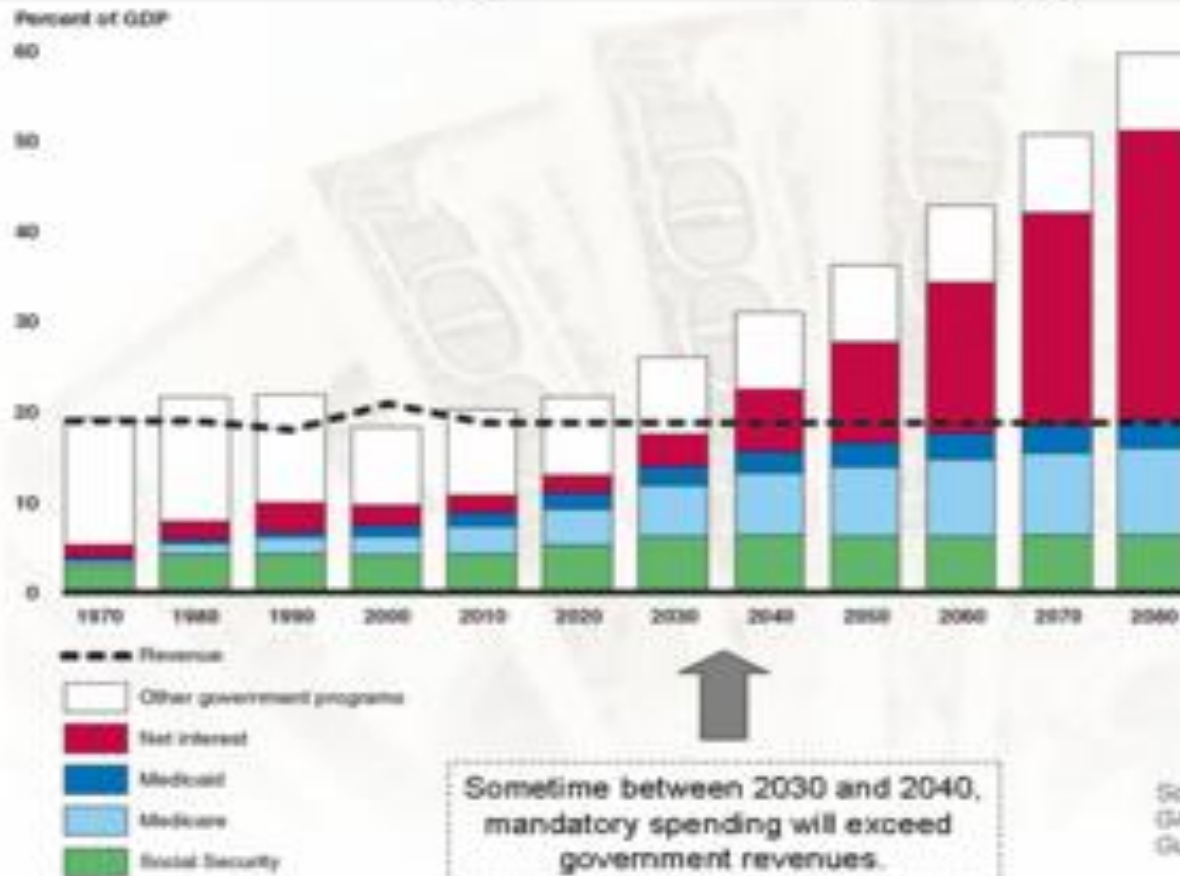
# El déficit se ha vuelto un lastre significativo.

- En 2009, \$1.58 billones (11.2% del PIB).
- En la próxima década: 9.05 billones.
- Después de 2019, rápido crecimiento de “entitlements”.
- Deuda pública de 40% del PIB (08) a 55.7% (09) a 76.5% (19) sin entitlements.



Hay que considerar que los “entitlements” ya eran un problema antes de la crisis.

## The Risks of Growing Entitlement Spending



# La situación fiscal se agrava por la pésima situación de los estados.

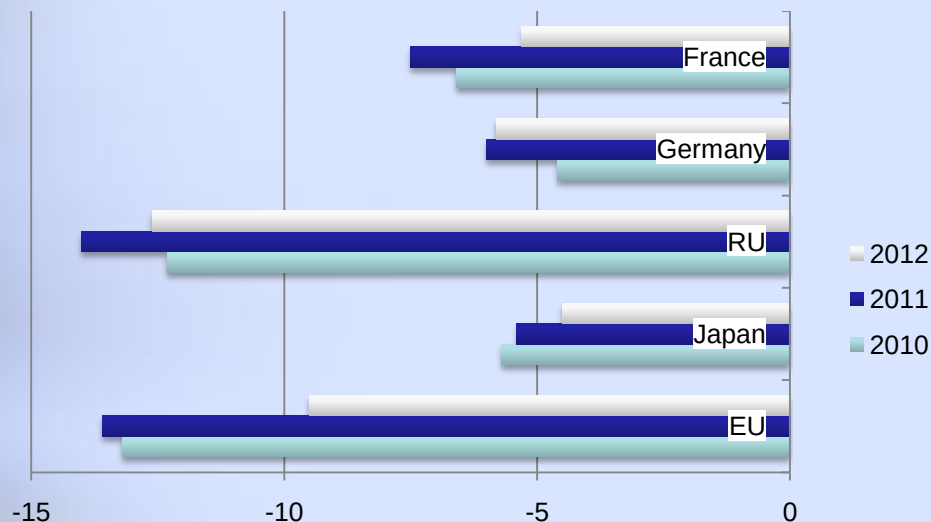
- Éstos cubren 40% de sus déficit con fondos federales.
- Los déficit estatales alcanzarán 113 mil millones este año.
- Y 142 mil millones en 2011.
- Pero, dado que tienen que balancear sus presupuestos, seguirán drenando al gobierno federal.
- Tienen un billón en pensiones sin cubrir.



Además de situaciones deficitarias a nivel estatal y federal, otros países tratarán de financiar su déficit.

La pregunta clave empieza a ser a qué costo lo harán.

# Habrá mucha competencia internacional por recursos



- EU: 5.17 billones.
- Japón: 766 mil millones
- RU: 2.67 billones
- Alemania: 600 mil millones
- Francia: 554 mil millones



El GRAN tema es que los  
bancos siguen teniendo activos  
tóxicos en sus libros.

# El mercado de inmuebles residenciales seguirá estando débil.

- La venta de casas ha caído 27%.
- El inventario de propiedades en venta subió de 6.2 meses a 12.5 meses.
- Las cartera vencidas de:
  - Hipotecas tasa ajustable es 9.3%
  - Prime tasa fija 4.75%
  - Subprime ajustable 30.9%
  - Subprime tasa fija 22.5

## El mercado de inmuebles residenciales seguirá estando débil.

- 75% de quienes han dejado de pagar su hipoteca por más de tres meses son deudores “prime” (6 meses+ muchos).
- Once millones de propiedades valen menos que su hipoteca.
- Siete millones de propiedades serán elegibles para embargarse este año.
- La mitad de quienes recibieron ayuda del gobierno para modificar las condiciones de su hipoteca, ya están en cartera vencida.





El gobierno sigue metiendo mano en el mercado para evitar que caiga.

- Se han inyectado 150 mil millones a *Fannie y Freddie*. Según *CBO* faltan 250.
- El *FHA* sigue dando crédito “subprime”.
- La Fed ha comprado 1.7 billones de bonos hipotecarios para mantener tasas bajas.
- Al modificar las reglas de “mark to market”, dieron incentivos a los bancos para no limpiar sus carteras.



También los inmuebles comerciales se están deteriorando.

- Proveen colateral para \$3.5 billones de emisiones de deuda.
- La mitad está en balances bancarios. De acuerdo al *FDIC*, 3000 bancos regionales se verán afectados este año.
- Se estima que cada empleado necesita 15 m<sup>2</sup> de oficina, y ocho millones de personas han perdido su empleo desde diciembre de 2007.

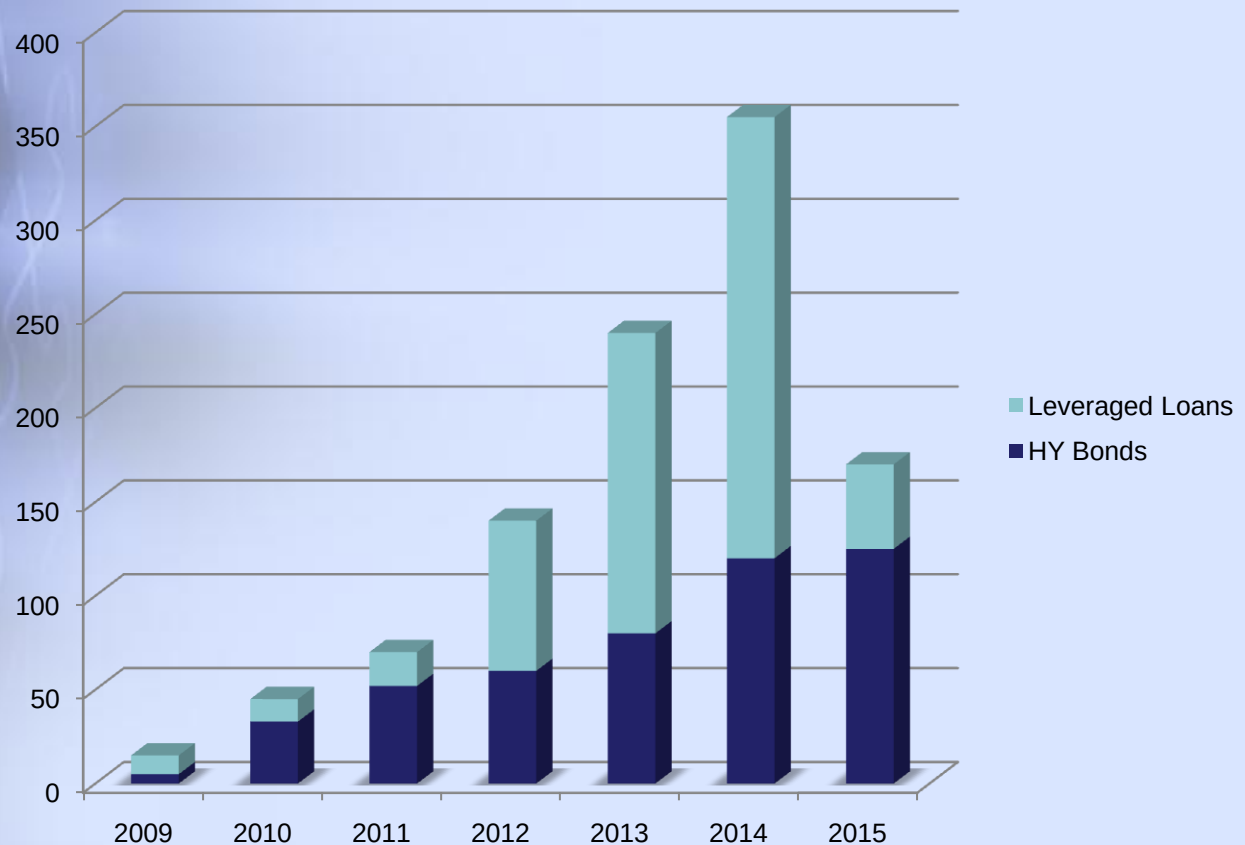


La Fed NO va a subir tasas de interés significativamente en los próximos años.

- Se vencen 2.7 billones de emisiones de deuda en 2011, y 1.5 billones de créditos bancarios apalancados (leveraged loans).
- La habilidad para quitar el estímulo en el momento adecuado será fundamental.

# Vencimientos de bonos y préstamos

44% de los bonos de alto rendimiento y 85% de los préstamos vencen entre 2012 y 2014



# Quizá los mayas tenían razón.

- Vencen 700 mil millones de deuda corporativa en los próximos tres años.
- El Tesoro de EU tiene que pedir 2 billones en 2012 (déficit + vencimientos).
- Se vencen 1.2 billones de créditos corporativos de alta calidad entre 2012 y 2014.
- Los vencimientos de hipotecas comerciales se duplican los próximos tres años, casi 60 mil millones en 2012.

# La situación del empleo es preocupante.

- Hay 15 millones de desempleados.
- 9 millones más trabajan medio tiempo involuntariamente.
- En la recesión de 81-82, la última vez que el desempleo estuvo arriba de 10%, la economía creó alrededor de 2 millones de empleos en los primeros nueve meses de recuperación.
- Esta situación se reflejará en el deterioro de las carteras de crédito de los bancos.

# El crecimiento potencial bajará.

- La caída en la inversión y en R&D, la depreciación y obsolescencia del capital humano limitan crecimiento potencial .
- Es probable que los gobiernos se refugien en proteccionismo.
- Tardarán en reconocer que el problema no es de falta de liquidez sino de solvencia.

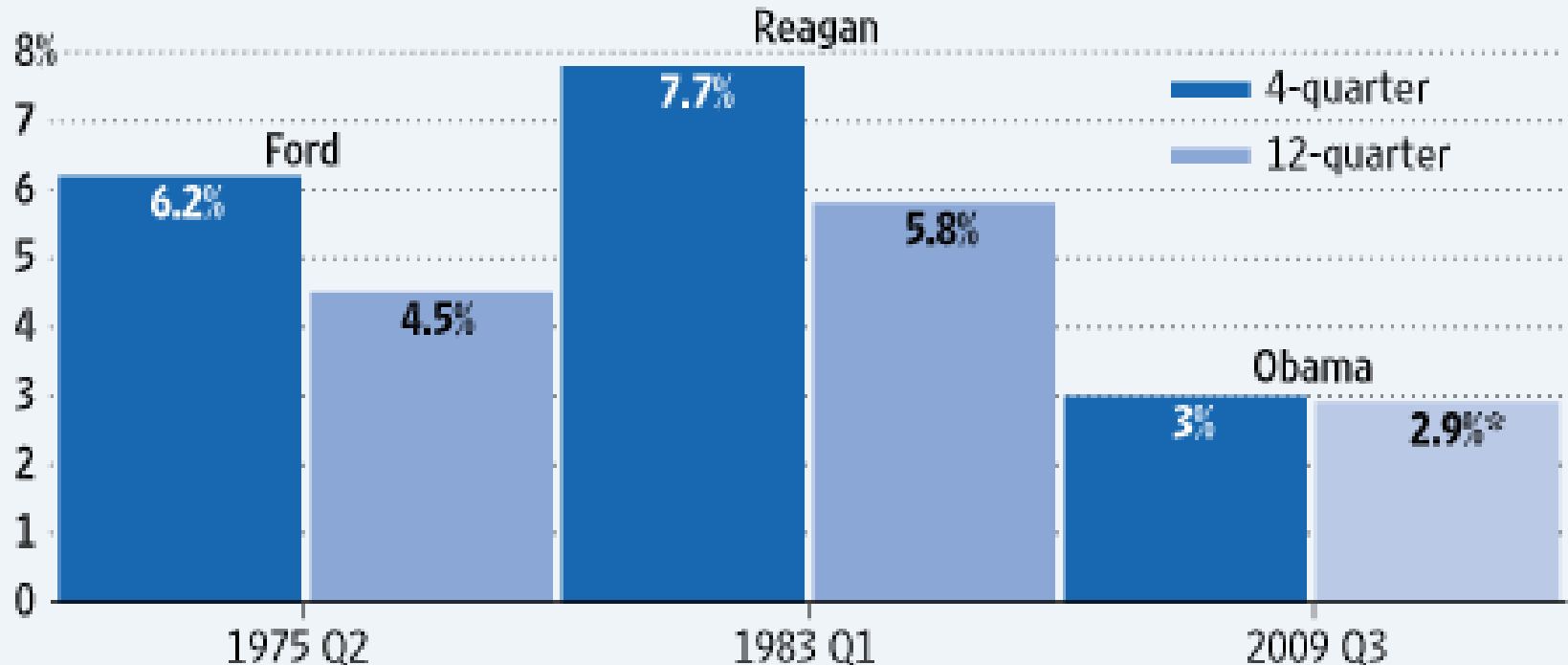


“El crecimiento espectacular de las últimas décadas se dio por desregulación, apalancamiento y globalización. Ahora entraremos en la etapa de re-regulación, desapalancamiento y deglobalización.”

Bill Gross- Pimco

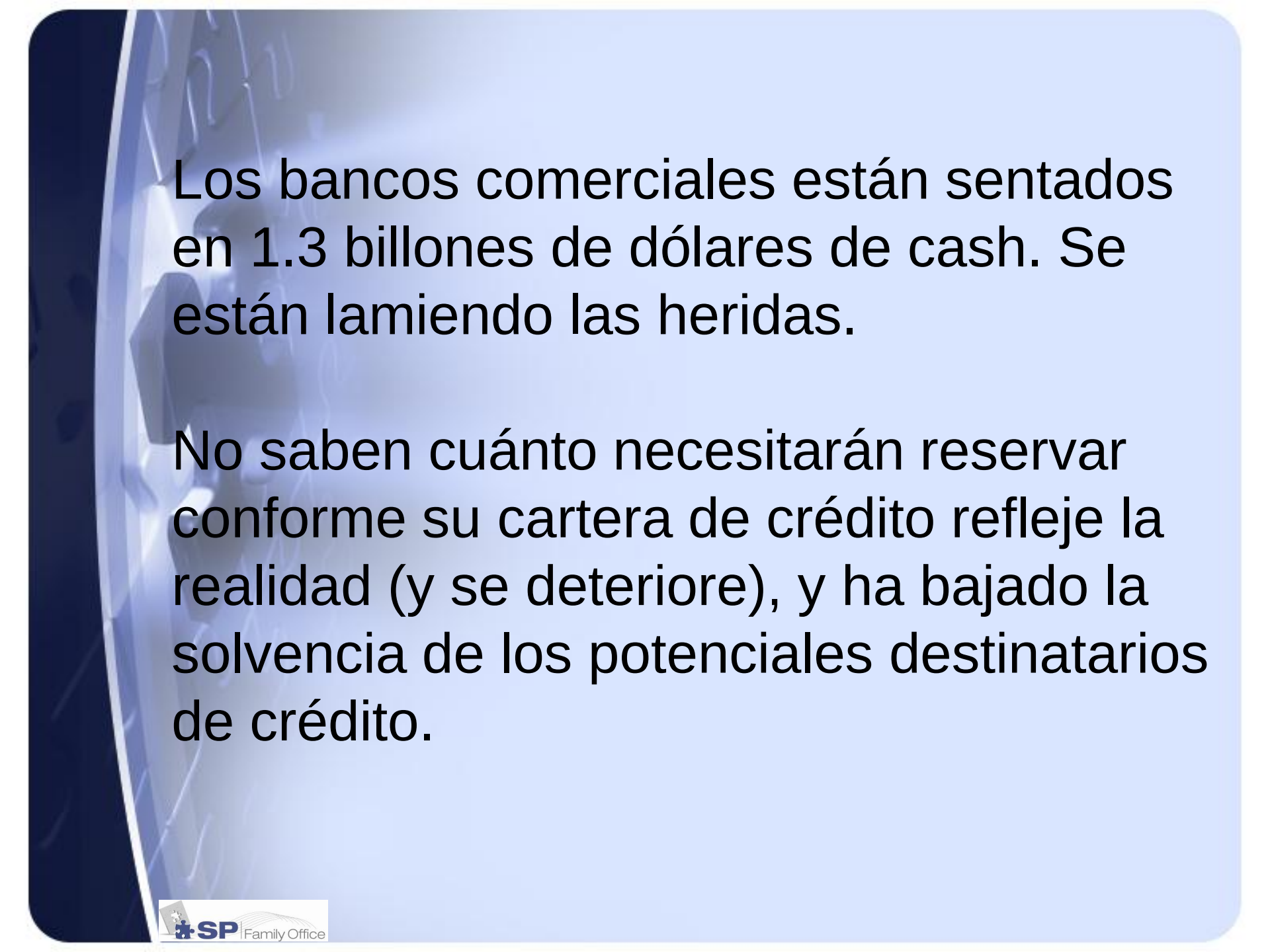
## Obama's Weak Recovery

Average real GDP growth, first four and 12 quarters after severe recession trough



\*12-quarter data a forecast

Source: Michael Boskin



Los bancos comerciales están sentados en 1.3 billones de dólares de cash. Se están lamiendo las heridas.

No saben cuánto necesitarán reservar conforme su cartera de crédito refleje la realidad (y se deteriore), y ha bajado la solvencia de los potenciales destinatarios de crédito.

# La segunda fase de la recesión ya se acerca.

- Un crecimiento tan bajo es inestable.
- A partir del 3er trimestre, la situación se ve mucho peor.
- Estábamos comparando contra 1ª mitad de 2009.
- Los estímulos adelantaron demanda (crédito fiscal a inversiones, *cash for clunkers*, estímulo a compradores de 1ª vez, etc.).
- El consumo va a bajar (desempleo, incertidumbre, endeudamiento, etc.)

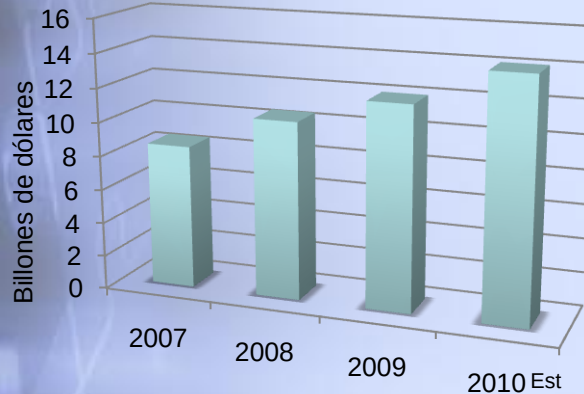

$$\text{PIB} = C + I + G + X - M$$

# Todos los componentes del PIB están deprimidos.

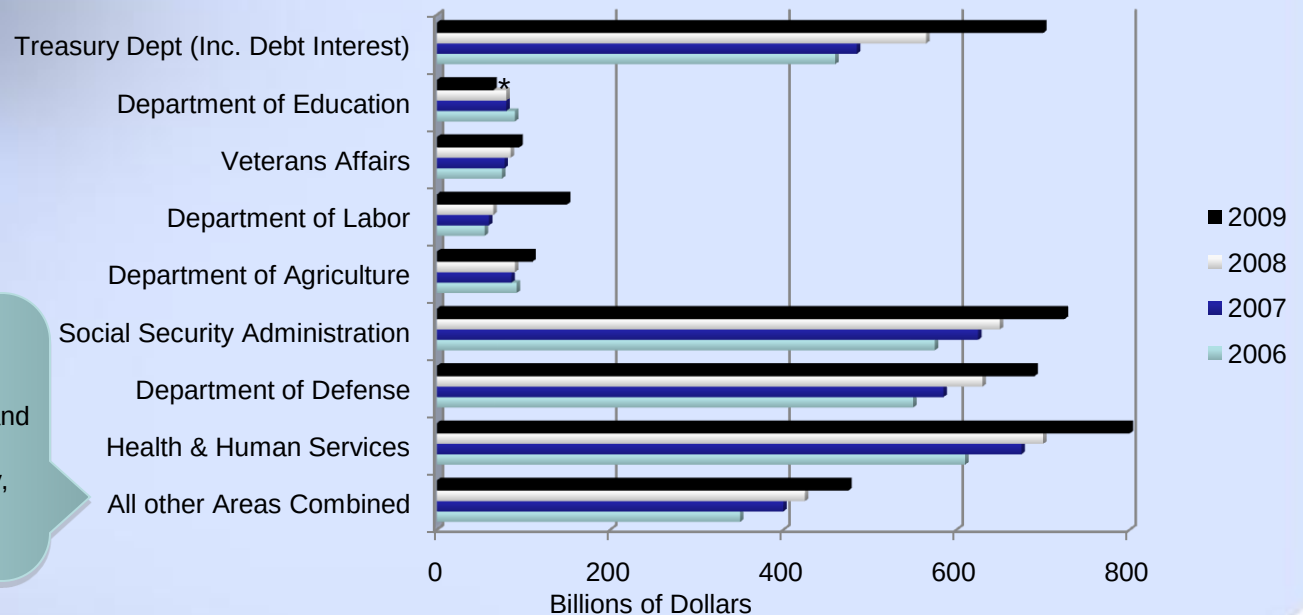
- Las exportaciones netas bajaron 3.4% Q3, la peor cifra en 60 años..
- Bajaré demanda del gobierno.
- La inversión privada estará débil. Acabó el ciclo de inventarios.
- El desempleo seguirá creciendo, quizá particularmente por debilidad en la industria de la construcción.
- Si aumenta desempleo, aumenta déficit fiscal, bajan precios de casas, aumentan pérdidas hipotecarias, cartera vencida, proteccionismo.

# El gasto público parece intocable

## Deuda pública total



## Distribución del gasto público



Includes Judicial, Executive and Legislative branches, NASA, HUD, Homeland Security, Personnel Management, Energy, Departments of State and Interior, etc.





# El envejecimiento de la población es un tema fundamental.

- Entre 1946 y 1964, nacieron 78 millones de “baby-boomers”.
- En la última crisis inmobiliaria, en 1990, su mediana de edad era 33 años, es ahora 53.
- Pueden ser ahorrativos por mucho tiempo.
- Esta puede ser la primera crisis desde la de los treinta con bajo crecimiento demográfico mundial.



“Lo que más me gusta de los estadounidenses es que al final siempre hacen lo que es correcto...”



...sólo que, antes, les gusta  
agotar todas las otras  
alternativas.”

Sir Winston Churchill



PERO, no hay salidas sin dolor.

- Probablemente tendrán que adoptar algún tipo de IVA nacional.
- Habrá que adaptarse a un entorno de bajo crecimiento por años, en lo que se desapalanca la economía.
- Tendrán que modificar los “entitlements”:
  - Incrementar la edad de retiro
  - Disminuir los beneficios para gente con recursos

## No hay salidas sin dolor.

- Tienen que bajar el costo de la provisión general de salud a entre 10%-15% del PIB.
- Deben incrementar un poco las metas de inflación.
- Tienen que racionalizar el gasto militar:
  - Forzando a que Europa pague lo que les toca

## No hay salidas sin dolor.

- Tienen que abrirse a la inmigración en forma estratégica:
- Ingenieros, PhD's, etc.
- Gente joven que pueda comprar vivienda, que demanden y que emprendan.



# EUROPA

La quiebra del estado de bienestar



# Europa

- Tiene un problema de falta de crecimiento estructural. Crecieron 2.25% de 81-93, 2% de 90-03, ahora crecen 1% en términos reales.
- El peso de la deuda privada y pública ahoga a las economías.
- Las economías del “Club Med” han perdido competitividad. En Alemania el CUT bajó 1.4% de 00 a 08, en Grecia subió 10.2% sólo en 2002.
- Usaron su acceso a crédito barato para hacer condominios.

# Grecia

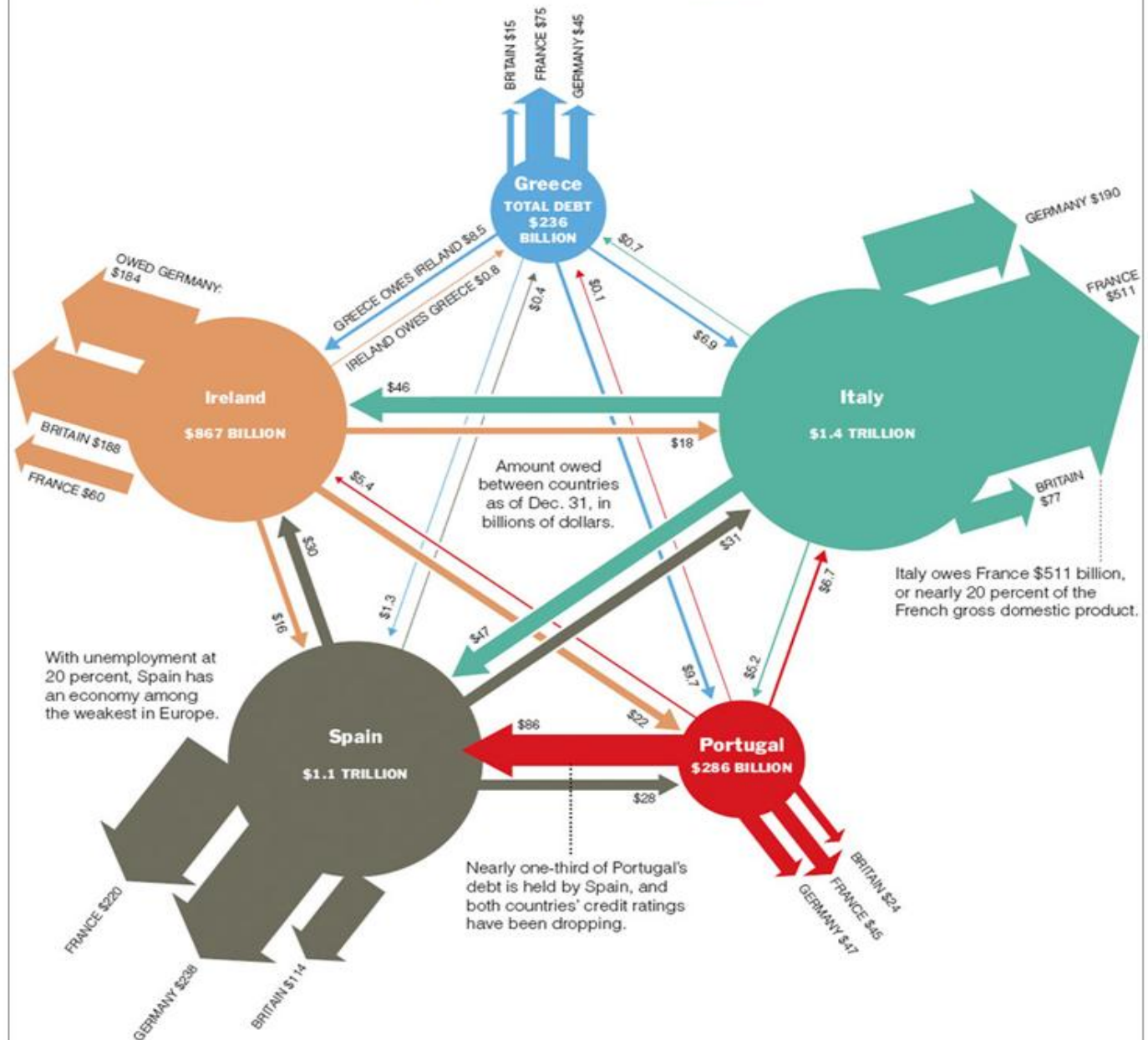
- Ha estado 105 veces en suspensión de pagos en 200 años.
- El plan de rescate se dio para evitar el contagio, pero todos saben que va a fracasar.
- Los bancos europeos tienen 3 billones de deuda de PIIGS.
- Los bancos estadounidenses, 25% de su capital “tier one”.
- Tienen que reducir sueldos para recuperar competitividad (pues devaluar no es una alternativa).

# Grecia

- Su deuda es 115% del PIB.
- Necesitan 68 mil millones de dólares al año los próximos cinco años (100% del PIB).
- Van a decrecer entre 4% este año y 2.6% el que viene (llevan dos).
- La inflación será 0%, pues tienen que recuperar competitividad con deflación.
- Tienen que reducir sueldos para recuperar competitividad (pues devaluar no es una alternativa).

## Europe's Web of Debt

Banks and governments in these five shaky economies owe each other many billions of euros — converted here to dollars — and have even larger debts to Britain, France and Germany. Arrow widths are proportional to debt amounts. [Related Article »](#)



# Grecia

- La razón de deuda a PIB aumentará a 150%, conforme el PIB caiga
- Tienen que pasar de un déficit primario de 5%/PIB a un superávit de 7%.
- Tienen que apretarse el cinturón (pero de una talla 36 a una 28).
- Los números no dan.
- Se perdió la oportunidad para hacer un “default” ordenado. Ahora el problema será mucho mayor.



## La crisis europea

- Alemania tiene que consumir más y ahorrar menos, pero no lo harán.
- La devaluación del Euro va a cortar la recuperación de Estados Unidos. Obama quería crear dos millones de empleos exportando.
- Todos los países quieren devaluar para ganar competitividad. El resultado va a ser una guerra comercial.
- La retórica anti-mercado es sumamente peligrosa.



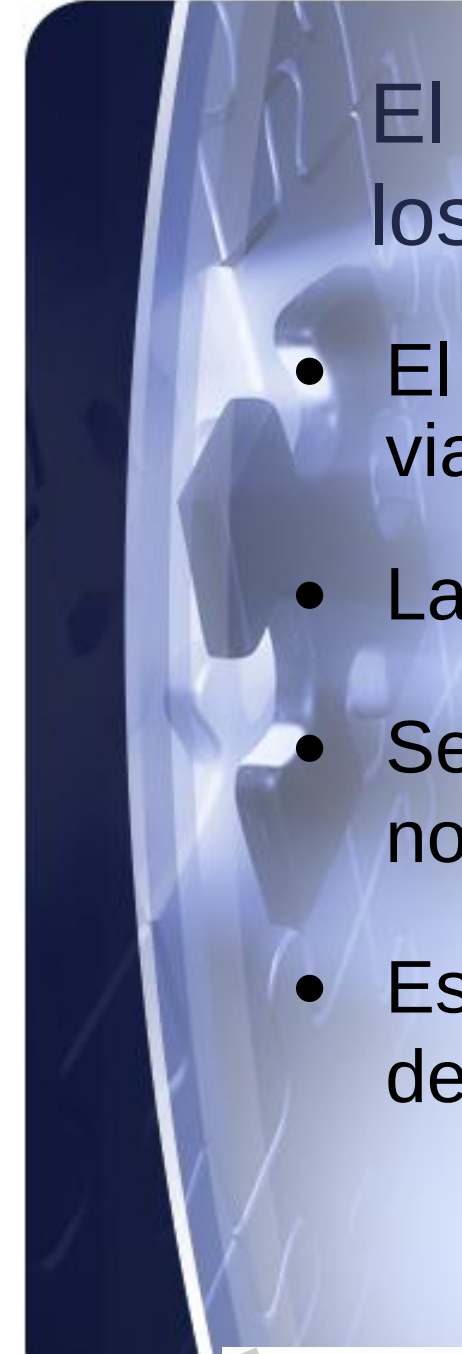
# CHINA

Cada vez es más difícil encontrar  
cómo seguir creciendo.



# China

- Han estado exportando desempleo en forma descarada.
- La guerra comercial empieza ahí.
- Las burbujas son evidentes.
- Es insostenible seguir añadiendo capacidad para crecer.
- El excedente en la capacidad cementera, por ejemplo, equivale a la demandas sumadas de EU, Japón y la India.
- Sólo el crecimiento legitima a este gobierno.



El estímulo Chino pospone y agrava los problemas.

- El estímulo no se da a empresas viables, sino a gobiernos locales.
- La cartera vencida será descomunal.
- Se optó por cantidad de crecimiento, no por calidad.
- Es imposible evitar que una parte importante del estímulo se vaya a especulación.

# China no necesita más infraestructura.

- En EU hay 4.2 millones de km. de carreteras, 80 mil km. de autopistas y 250 millones de vehículos.
- En China hay 2.7 millones de km. de carreteras, 60 mil km. de autopistas y 43 millones de vehículos.

# China no necesita más infraestructura.

- En China hay 500 mil puentes y hacen 15 mil cada año.
- En EU hay 600 mil puentes, 450 mil en uso.
- Pero EU tiene cinco veces más ríos.
- 37 de los 44 aeropuertos construidos entre 2005 y 2010 se hicieron en China.



Se está dejando pasar una oportunidad de oro para cambiar el modelo.

- El modelo actual mantiene la esperanza de que el consumo regrese en EU y Europa.
- Sería preferible reevaluar el yuan, invertir en bienes de capital, e incrementar los salarios promedio.
- Pero no pueden arriesgarse políticamente a que el crecimiento caiga mientras cambian el modelo.



# AMÉRICA LATINA

Las oportunidades tocan a la  
puerta, pero no estamos listos

# Los mercados emergentes son el nuevo refugio.

- Tienen la valuación más alta en la historia
  - MSCI Emerging Mkt. Index 14.1 X, 1.9X
  - MSCI World Index 14.9 X, 1.7 X
- Se percibe que estos países tienen menos deuda y menos problemas fiscales.
- Este año, los inversionistas han incrementado el flujo a fondos mutuos por \$35 mil millones, sacando 28 de éstos de mercados desarrollados.
- Ya son 25% del “market cap” global, eran 22% hace un año.



# 2010 está siendo mucho mejor

- En 2009:
  - Crecimiento -2.1%
  - Inflación 4.3%
- En 2010:
  - Crecimiento 6.3%
  - Inflación 9.6%
- La presencia de inflación llevará a que la política monetaria se apriete. Brasil ya empezó.
- Las monedas locales se van a revaluar y urge aumentar productividad.
- Será peligroso el enorme crecimiento de flujo, y cada vez más difícil de esterilizar.



# Pero sigue habiendo grandes lastres en la región.

- Se requiere de reformas estructurales
  - Laboral
  - **Educativa**
- La corrupción sigue siendo un mal endémico en la región.
- Es urgente efficientar el gasto público.
- Se tiene que fortalecer el estado de derecho.
- Conforme la demanda interna crece, aumentarán los déficit en cuenta corriente.

# La segunda fase de la crisis de EU nos va a pegar.

- Las reformas estructurales ya no son opcionales.
- Necesitamos economías mucho más flexibles.
- México, Perú, Chile, y los países con acuerdos comerciales con EU serían potencialmente los beneficiados por el conflicto comercial con China.
- No va a haber más acuerdos comerciales por mucho tiempo debido al alto desempleo en EU.



CURRENCY

GLOBAL  
MARKETS

INTEREST  
RATES

CREDIT  
MARKETS

Blog: *Diario de la Crisis*  
en [www.letraslibres.com](http://www.letraslibres.com)

¡Muchas gracias!

Jorge Suárez Vélez

[jorge@spfo.com](mailto:jorge@spfo.com)