

CURRENCY

GLOBAL
MARKETS

INTEREST
RATES

CREDIT
MARKETS

Superintendencia de Bancos de Guatemala

¿Luz al final del túnel?

Guatemala
Marzo 24, 2011

Jorge Suárez Vélez
jorge@spfo.com



“Siempre que hay una oleada de crisis bancarias, la oleada de crisis de deuda soberana le sigue pocos años después.”

Kenneth Rogoff


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

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).
- La abundancia de crédito barato plantó la semilla para la siguiente burbuja, la inmobiliaria, mucho mayor que la anterior.

Continúa la misma crisis.

- La burbuja inmobiliaria en Estados Unidos, el Reino Unido, Irlanda, España y otros países, empezó a reventar en 2005.
- Se ha tratado a una crisis de solvencia como si fuese sólo de liquidez. La colosal inyección de recursos por parte de los bancos centrales, y los estímulos fiscales han producido dos burbujas nuevas: en el mercado de bonos y en mercados emergentes como China y América Latina.



Estados Unidos

La cruda después de la fiesta

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

Bill Gross- *Pimco*



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. (Japón PIB 1991, bolsa 40%.)
- El crecimiento sostenido sólo llegó después de la Segunda Guerra.⁸

El acervo de deuda creció excesivamente en Estados Unidos.

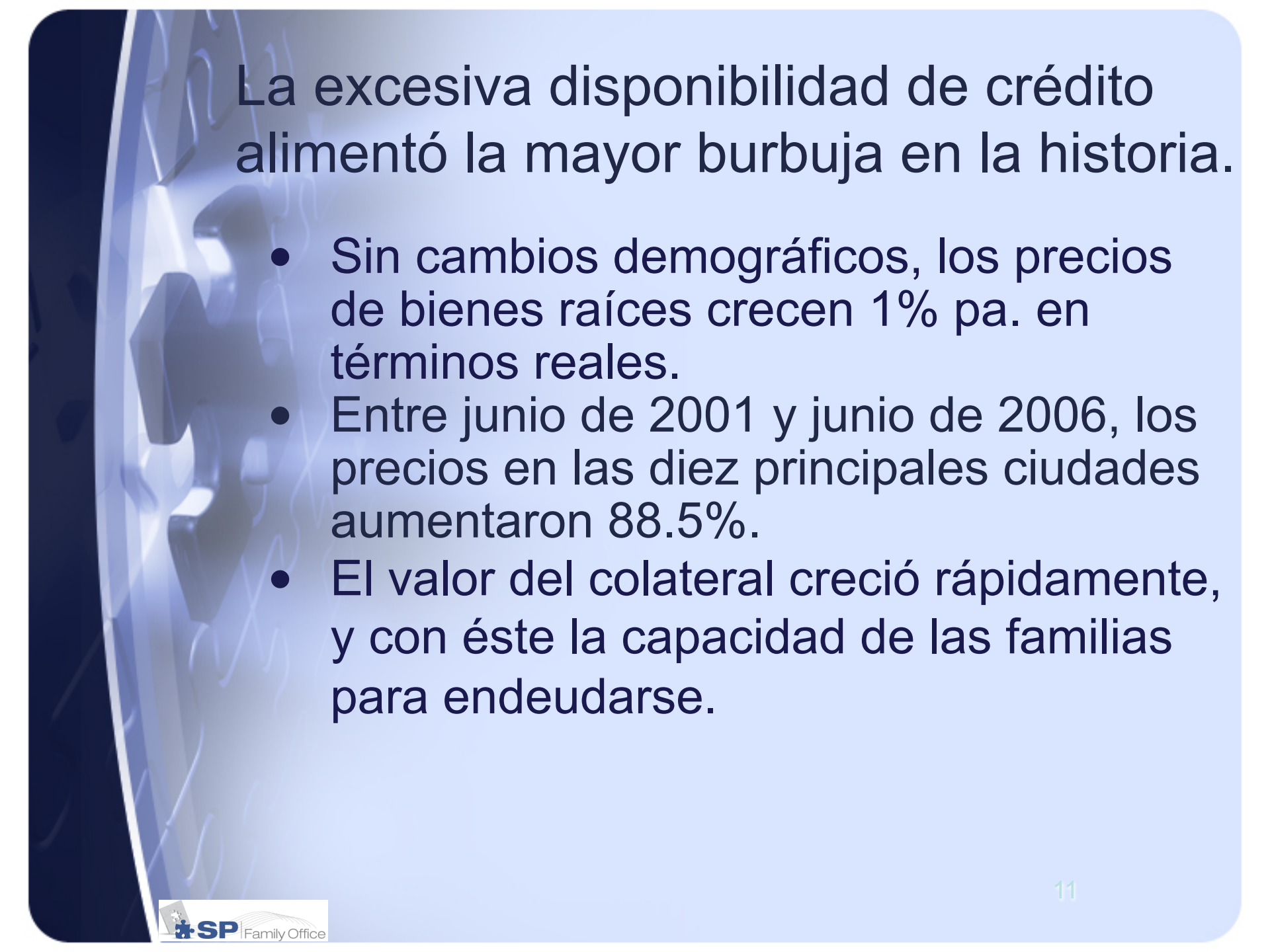
- En 1980 era 163% del PIB.
- En 2007 alcanzó 346% del PIB.
- Deuda privada de 123% 81, 293% 09, 263% IIIQ10



- 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 117%, 98% IIIQ10 (desapalancamiento).



El endeudamiento compensa, en parte, el empobrecimiento de la clase media. EU tiene la peor distribución del ingreso desde la Gran Depresión. En 1960, el 1% más rico tenía 8% del ingreso total, hoy tiene 20%.



La excesiva disponibilidad de crédito alimentó la mayor burbuja en la historia.

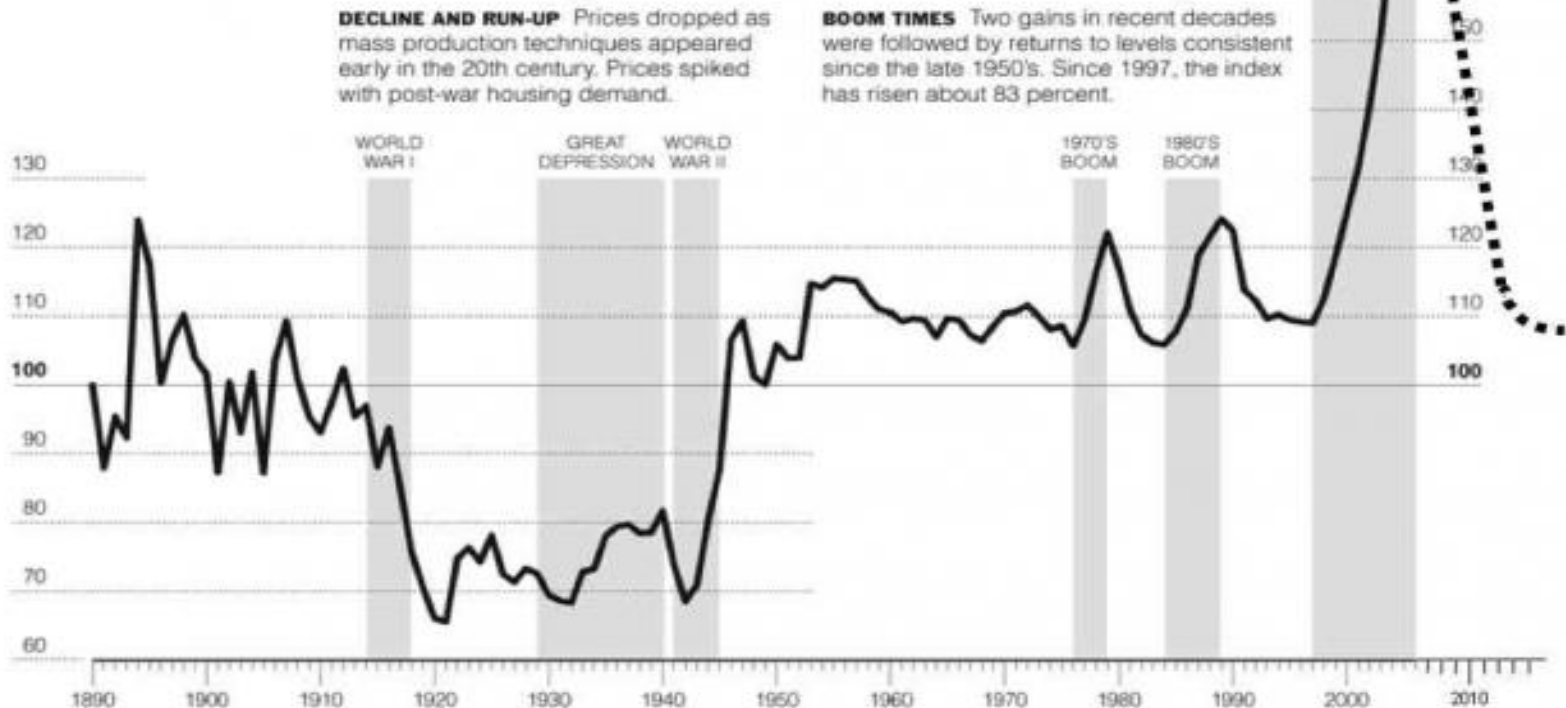
- Sin cambios demográficos, los precios de bienes raíces crecen 1% pa. en términos reales.
- Entre junio de 2001 y junio de 2006, los precios en las diez principales ciudades aumentaron 88.5%.
- El valor del colateral creció rápidamente, y con éste la capacidad de las familias para endeudarse.

Indice Shiller desde 1890

A History of Home Values

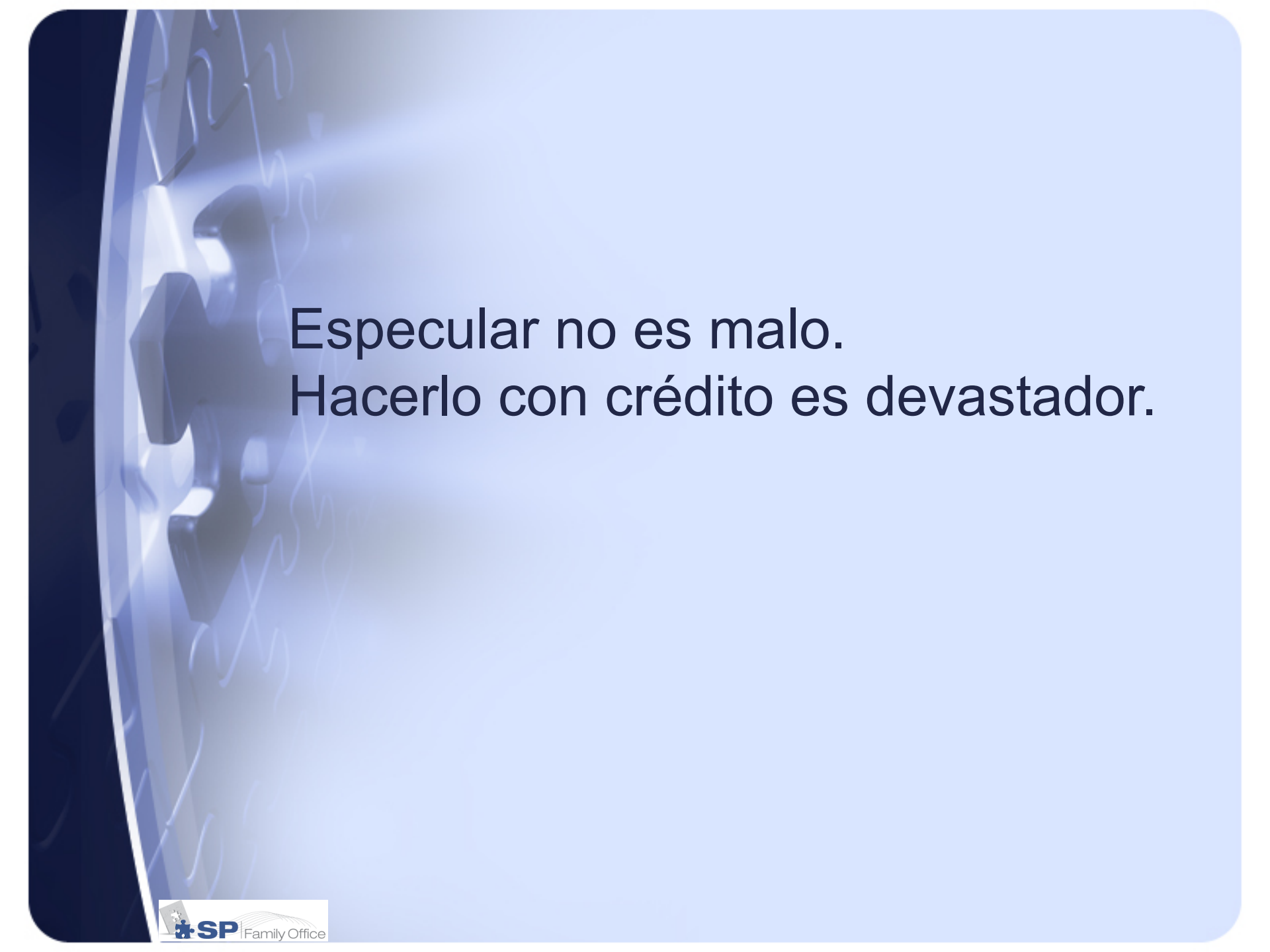
The Yale economist Robert J. Shiller created an index of American housing prices going back to 1890. It is based on sale prices of standard existing houses, not new construction, to track the value of housing as an investment over time. It presents housing values in consistent terms over 116 years, factoring out the effects of inflation.

The 1890 benchmark is 100 on the chart. If a standard house sold in 1890 for \$100,000 (inflation-adjusted to today's dollars), an equivalent standard house would have sold for \$66,000 in 1920 (66 on the index scale) and \$199,000 in 2006 (199 on the index scale, or 99 percent higher than 1890).

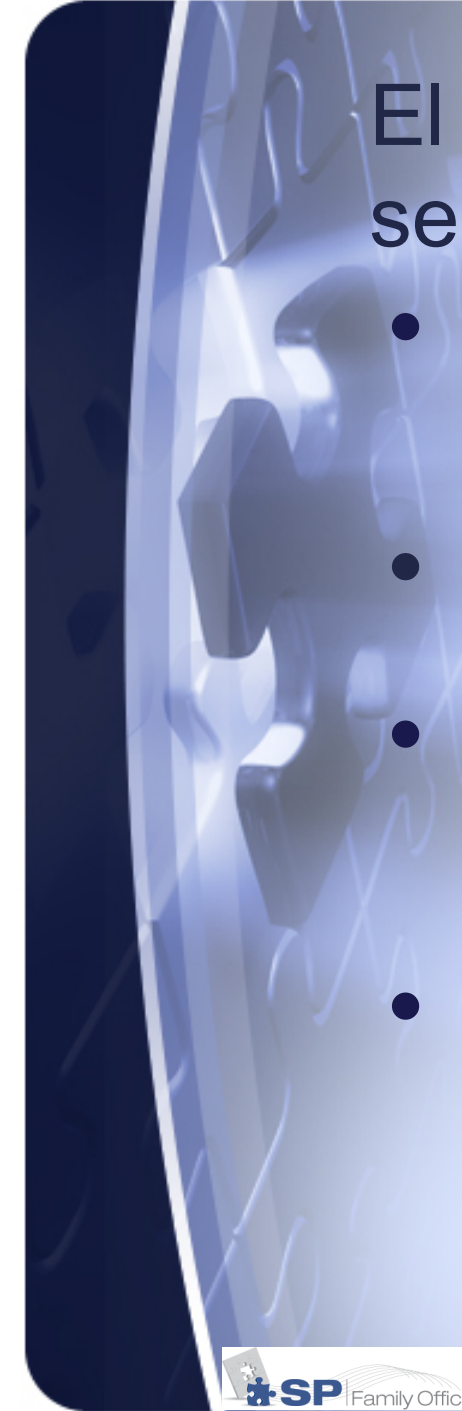


Source: "Irrational Exuberance," 2nd Edition, 2000, by Robert J. Shiller

Bill Marsh/The New York Times

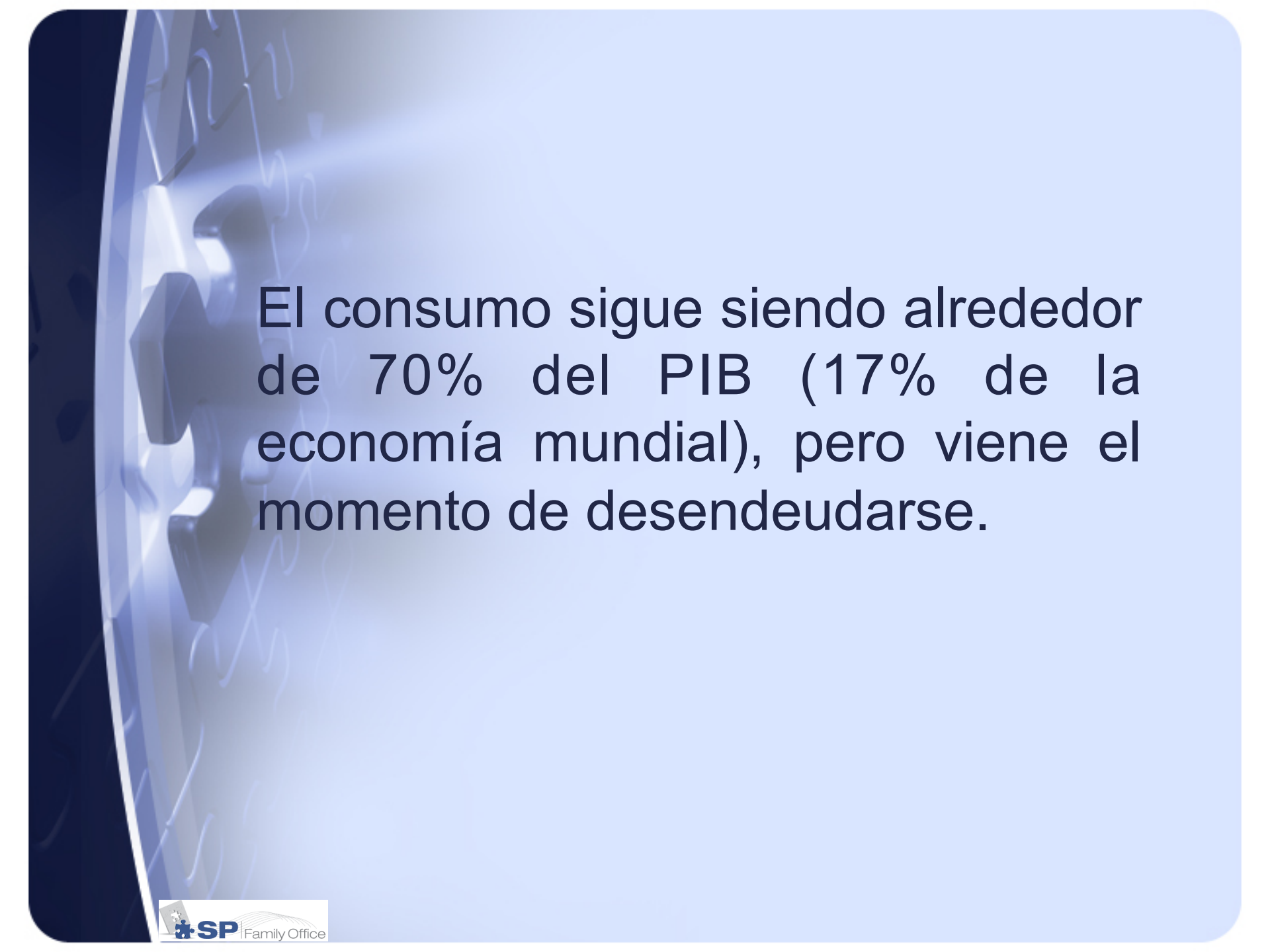


Especular no es malo.
Hacerlo con crédito es devastador.



El efecto riqueza fue enorme, y ahora se revierte

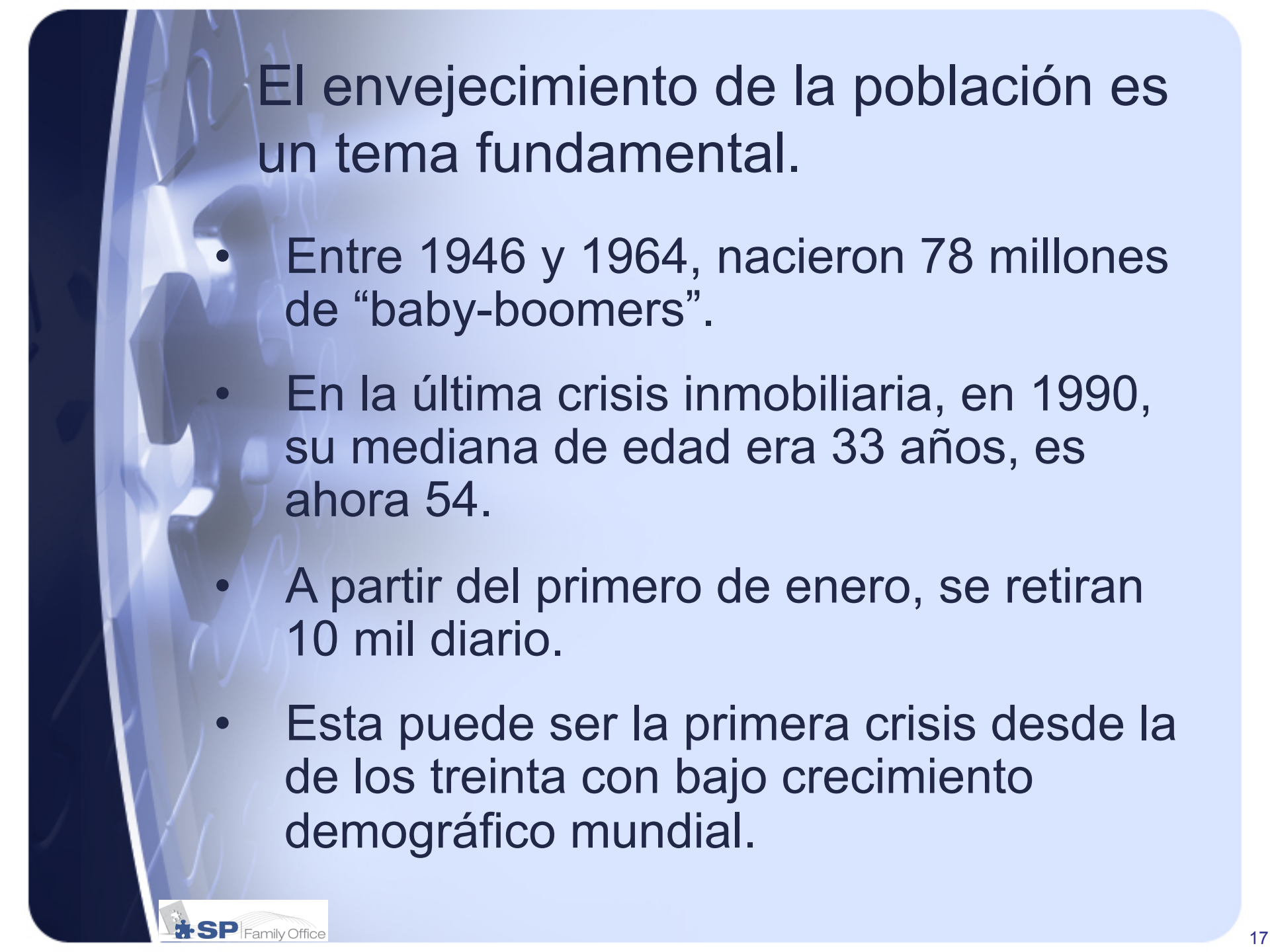
- Entre 2001 y 2007, el patrimonio de las familias estadounidenses subió de 42.1 billones a 63.9 billones.
- Para el primer trimestre de 2009, ya había bajado a 51.1 billones.
- 14 millones de familias (27% del total) debían más de hipoteca de lo que vale el inmueble a mediados de 2010.
- La propensión marginal a ahorrar que llegó a 1% en 2005, ahora es 5% del ingreso disponible. Según David Rosenberg, puede llegar a 10%.



El consumo sigue siendo alrededor de 70% del PIB (17% de la economía mundial), pero viene el momento de desendeudarse.

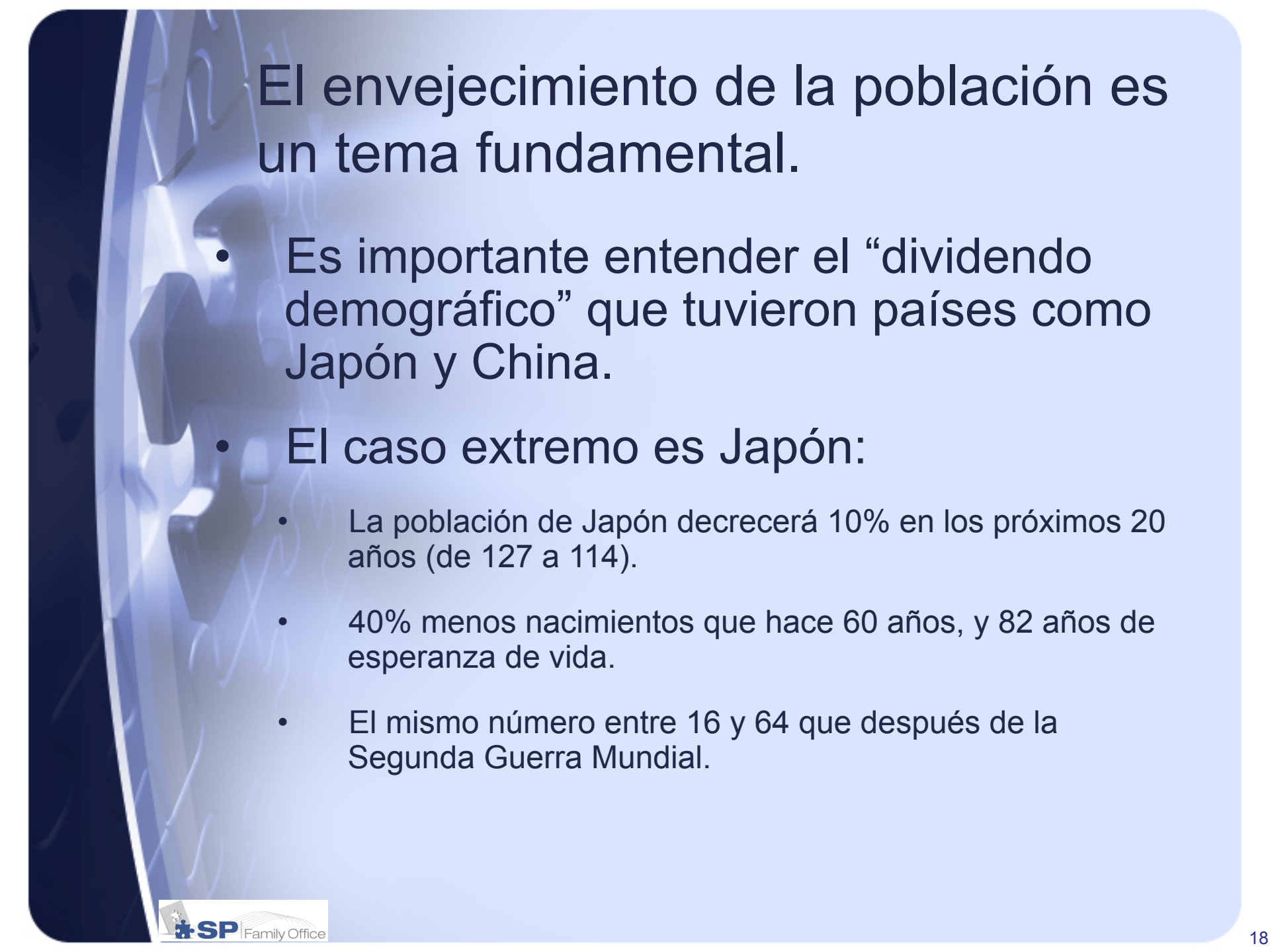
La situación del empleo es preocupante.

- Hay 25 millones de desempleados o parcialmente empleados. El desempleo es 11.5% o más de 16%.
- En el 1er trimestre se crearon 135 mil por mes, se requiere de 150 mil sólo por crecimiento poblacional. .
- El seguro de desempleo puede volverlo más estructural, y afectar la relación productividad-costos.
- 42 millones en “food stamps”, y salida masiva de 401-k’s y seguros de vida.



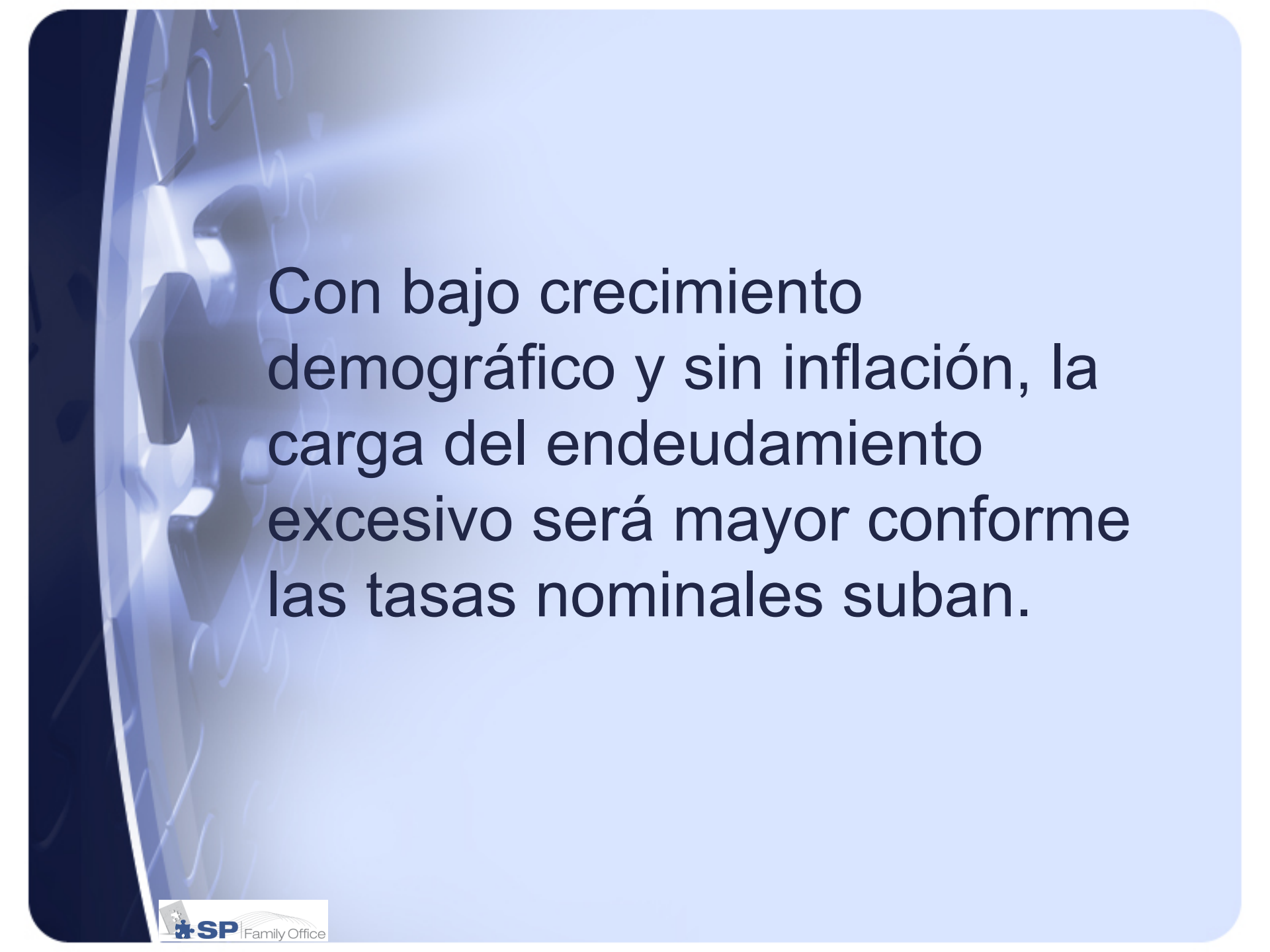
El envejecimiento de la población es un tema fundamental.

- 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 54.
- A partir del primero de enero, se retiran 10 mil diario.
- Esta puede ser la primera crisis desde la de los treinta con bajo crecimiento demográfico mundial.

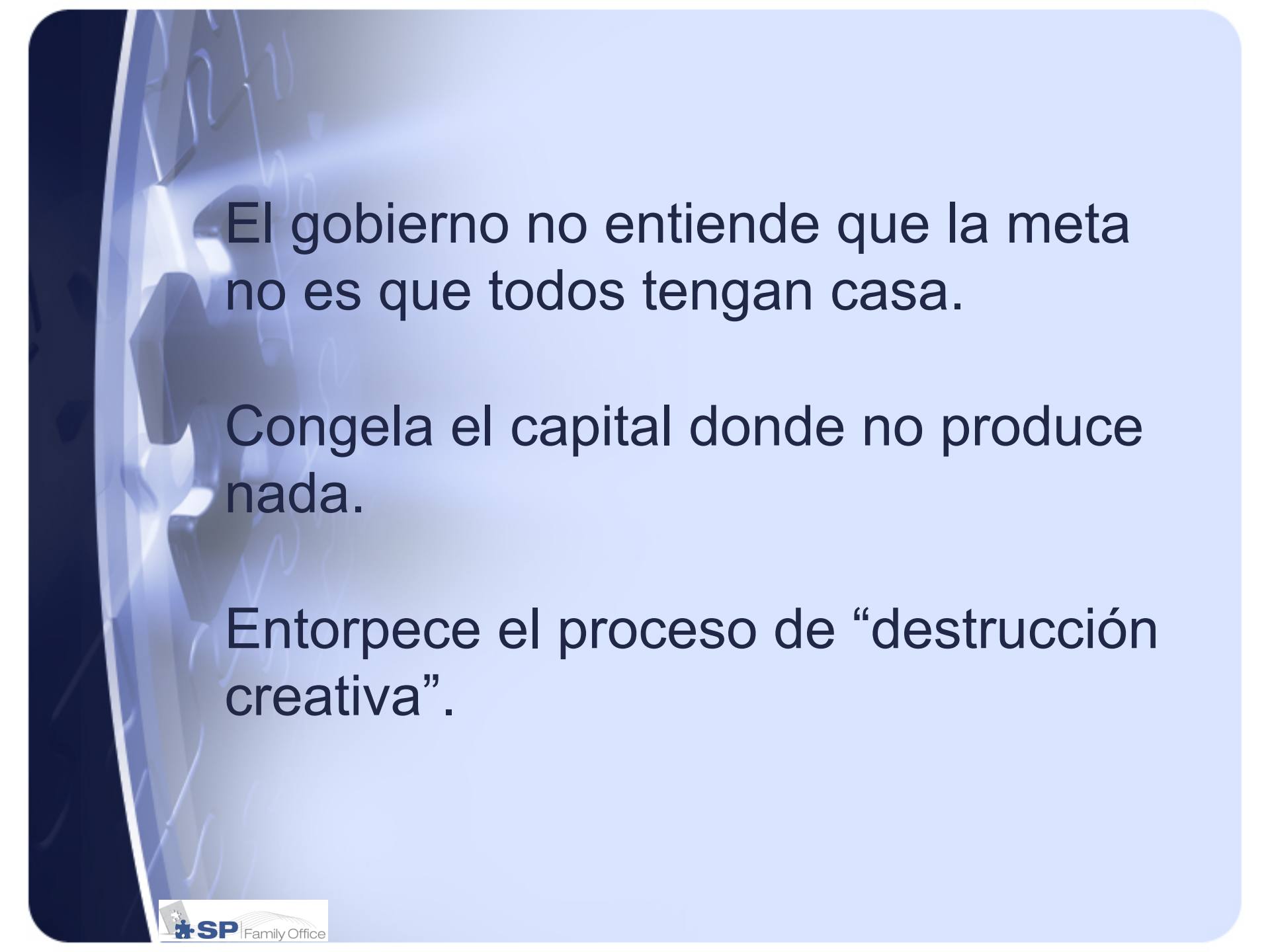


El envejecimiento de la población es un tema fundamental.

- Es importante entender el “dividendo demográfico” que tuvieron países como Japón y China.
- El caso extremo es Japón:
 - La población de Japón decrecerá 10% en los próximos 20 años (de 127 a 114).
 - 40% menos nacimientos que hace 60 años, y 82 años de esperanza de vida.
 - El mismo número entre 16 y 64 que después de la Segunda Guerra Mundial.



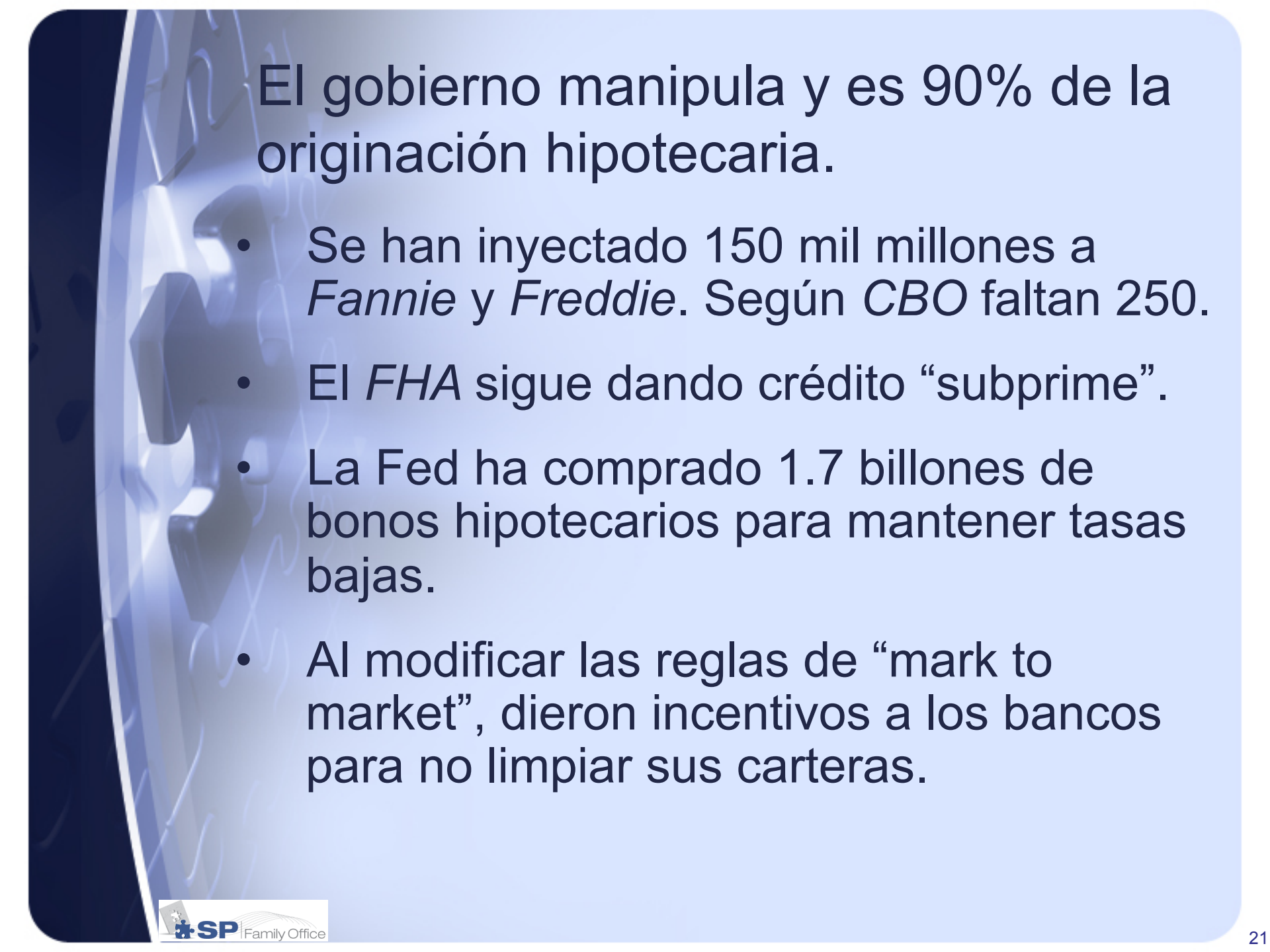
Con bajo crecimiento demográfico y sin inflación, la carga del endeudamiento excesivo será mayor conforme las tasas nominales suban.



El gobierno no entiende que la meta no es que todos tengan casa.

Congela el capital donde no produce nada.

Entorpece el proceso de “destrucción creativa”.



El gobierno manipula y es 90% de la originación hipotecaria.

- 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.

El mercado de inmuebles residenciales seguirá estando débil.

- *Fannie Mae y Freddie Mac* ya tienen 191 mil propiedades. Gastaron 500 millones solamente administrándolas en la segunda mitad de 2010.
- En 2011, aun los analistas más optimistas esperan una baja de 10% en los precios.
- La tasa a 30 años llegó a su nivel más bajo en la historia: 4.17%. Se hubieran refinanciado 30 millones de hipotecas.

El mercado de inmuebles residenciales seguirá estando débil.

- La mitad de quienes recibieron ayuda del gobierno para modificar las condiciones de su hipoteca, ya están en cartera vencida.
- Según *Deutsche Bank*, 48% de las deudas hipotecarias valdrán menos que el inmueble, en este año.
- 75% de quienes han dejado de pagar su hipoteca por más de tres meses son deudores “prime” (6 meses+ muchos).

El problema con la ejecución de embargos se ha politizado.

- Esto mata el mercado de crédito, pues los bancos no saben a cuánto ascenderá el problema
- La participación de recursos privados en hipotecas “jumbo” ha bajado 87% (de \$650 mil millones a \$92 mil).
- Quienes no pagan pueden quedarse 20 meses en la propiedad sin pagar hipoteca, predial o seguro.

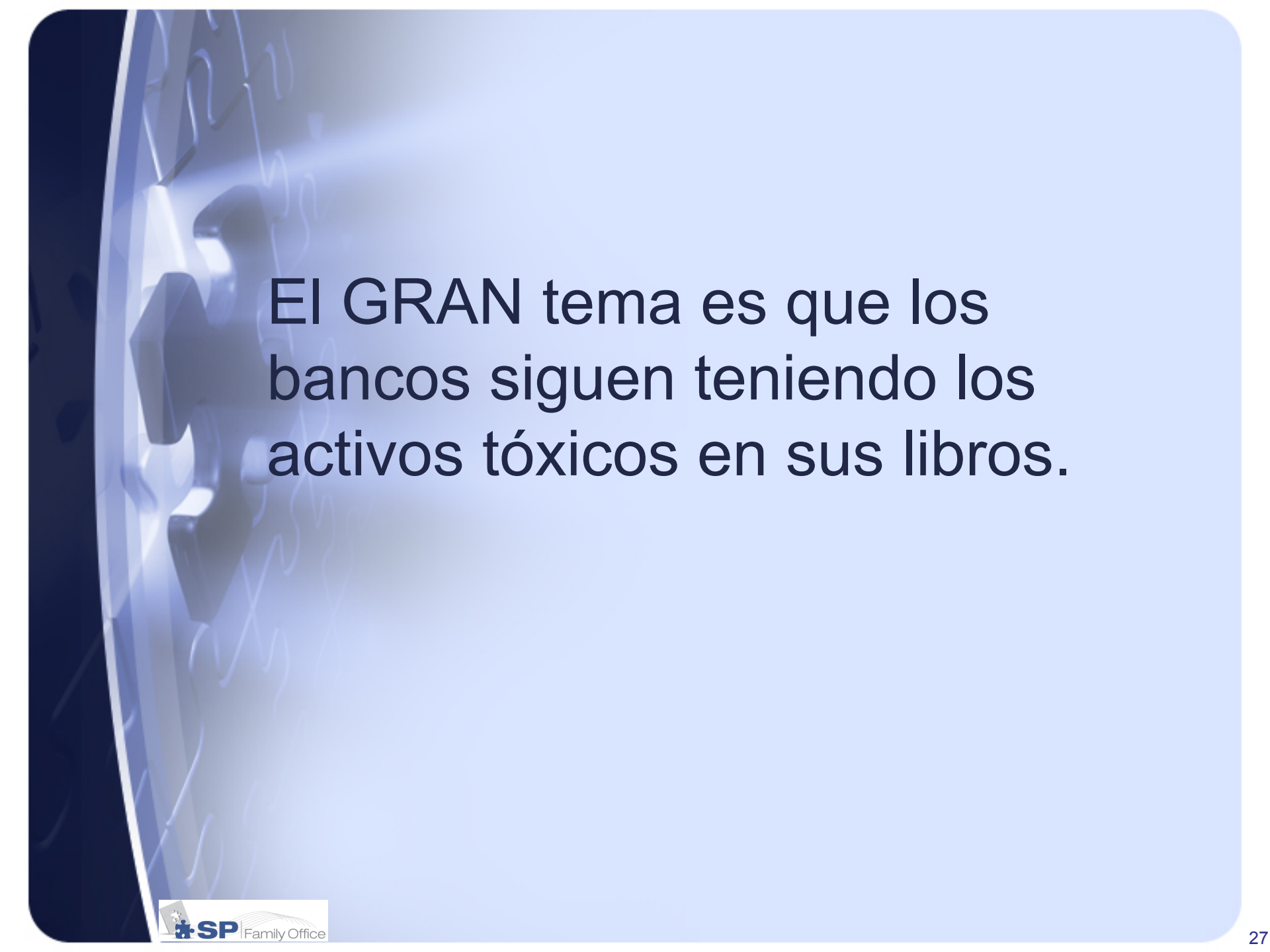
El problema con la ejecución de embargos se ha politizado.

- Se ponen en duda las atribuciones del *MERS*, que tiene los registros de 65 millones de hipotecas.
- Los bancos no tienen la capacidad para procesar millones de ejecuciones.
- Podría llegar a haber 11.5 millones de propiedades en ejecución.



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*, hay 3000 bancos regionales afectados.
- Se estima que cada empleado necesita 15 m² de oficina, y ocho millones de personas han perdido su empleo desde diciembre de 2007.

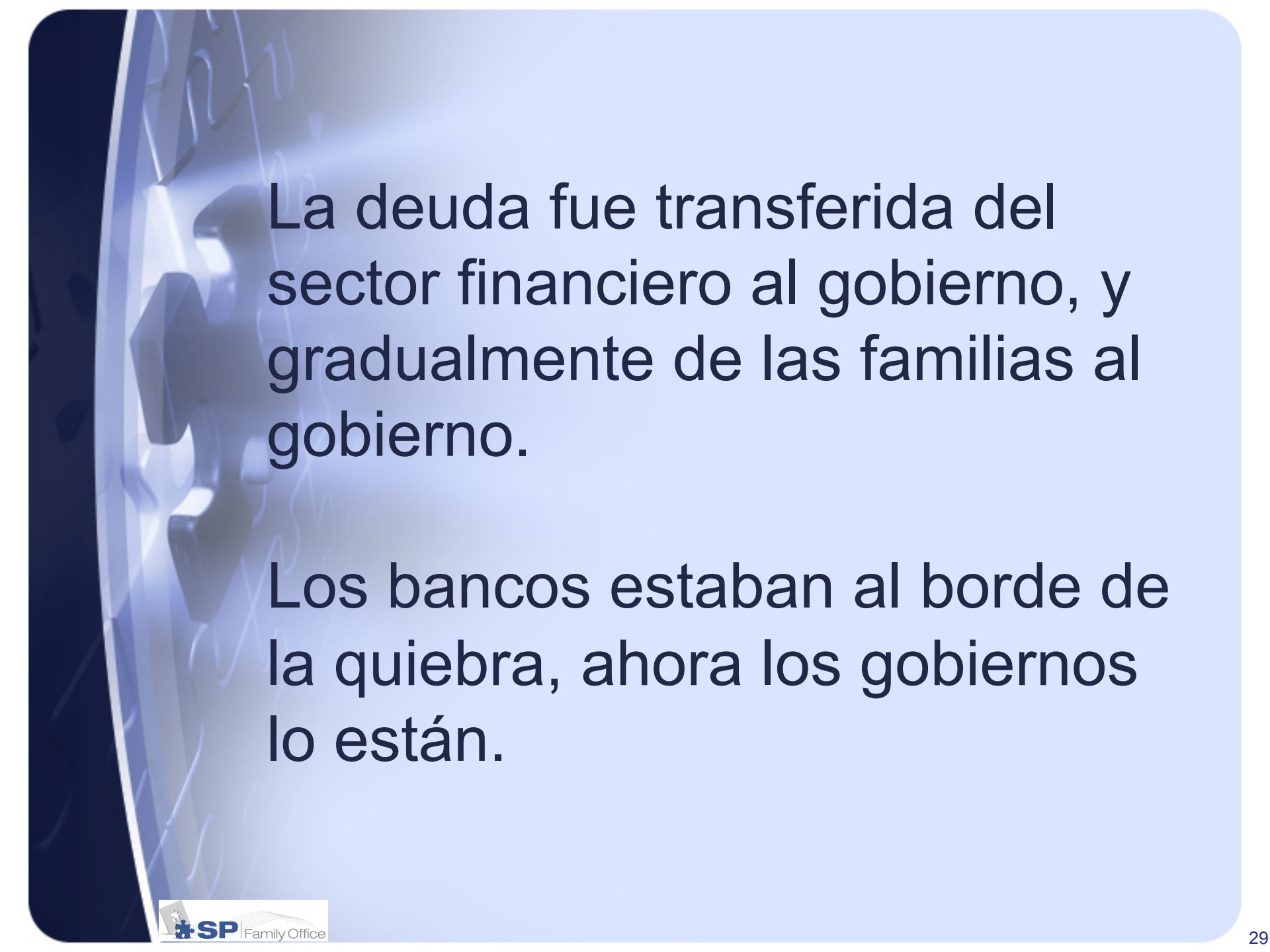


El GRAN tema es que los
bancos siguen teniendo los
activos tóxicos en sus libros.

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

No saben cuánto necesitarán reservar y no tienen a quién (solvente) prestar.

Políticamente, no pueden apostar a otro rescate.

The background of the slide features a close-up, artistic photograph of several interlocking metal gears. The lighting is dramatic, with strong highlights and deep shadows, emphasizing the mechanical texture and the circular patterns of the teeth. The overall color palette is cool, with various shades of blue and grey.

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.



El gobierno acumula déficit colosales, y el banco central imprime para comprar bonos en el mercado y bajar la tasa.

Eventualmente, hasta en Japón el problema está en el costo.

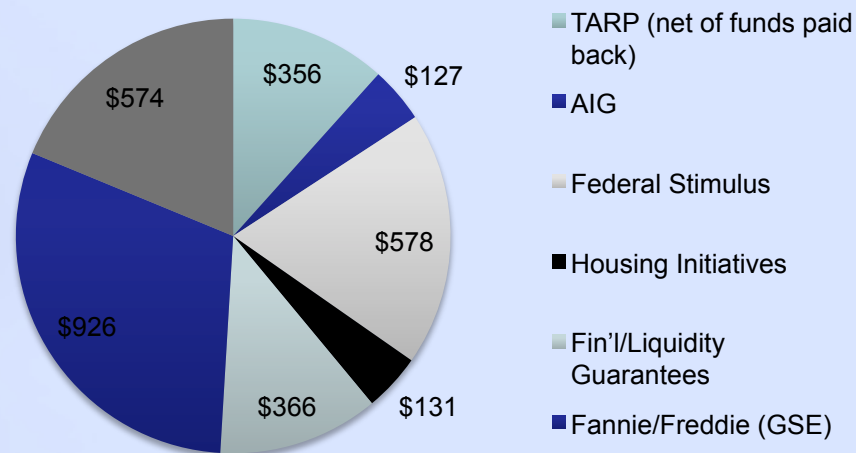


El déficit se ha vuelto un lastre significativo.

- En 2009 y 2010 \$1.4 billones (10% del PIB), en 2011 quizá otro tanto.
- En la próxima década: 6.7 billones, programados. En 10 años: 807 mil millones sólo de intereses pa. 4X, 18 billones de deuda pública.
- Después de 2019, rápido crecimiento de “entitlements”.
- Deuda pública de 40% del PIB (08) a 55.7% (09) a 76.5% (19) sin entitlements. Arriba de 90%, resta 1% de crecimiento pa., según Rogoff.

El estímulo ha sido considerable.

Se ha gastado más de tres billones de dólares

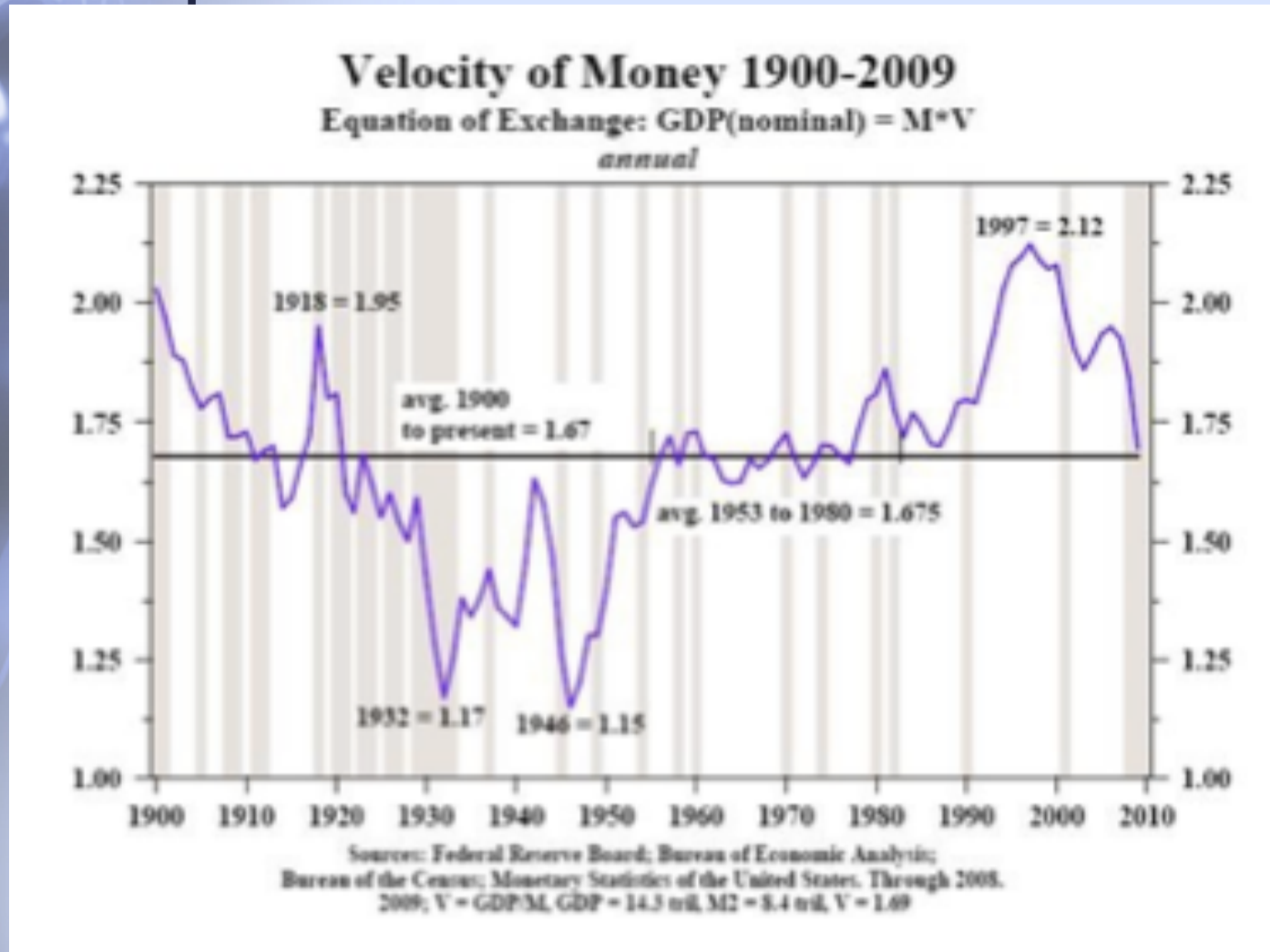


Comparación:

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

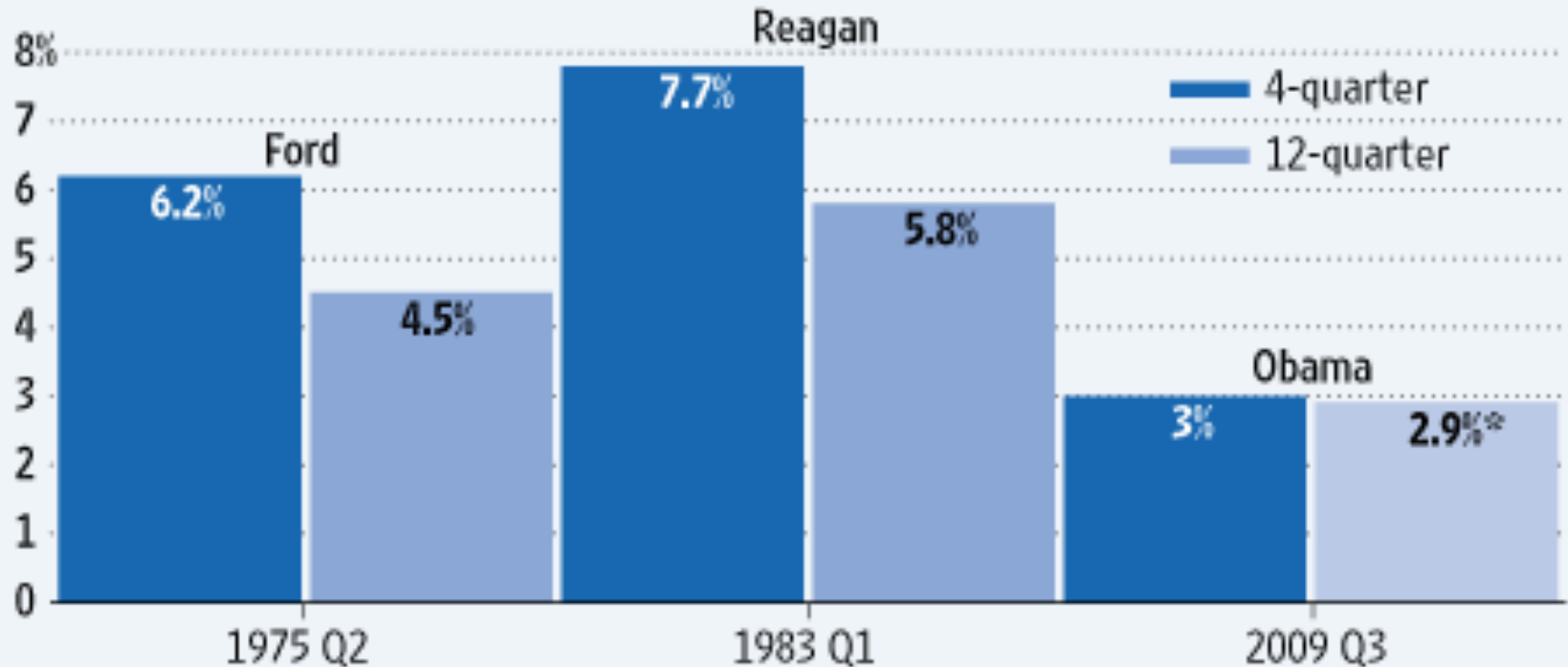
Note: Amounts inflation adjusted

Pero la velocidad del dinero se ha desplomado.



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

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

- Los déficit estatales alcanzaron 191 mil millones en 2010.
- Y 160 mil millones en 2011.
- Pero, dado que tienen que balancear sus presupuestos, seguirán drenando al gobierno federal.
- Tienen 3.5 billones en pensiones sin fondear.
- California, Nueva York, Illinois en problemas serios, son mucho más grandes que Grecia o Irlanda.



Según David Stockman, la
deuda pública real ascenderá a
17 billones, 120% del PIB.



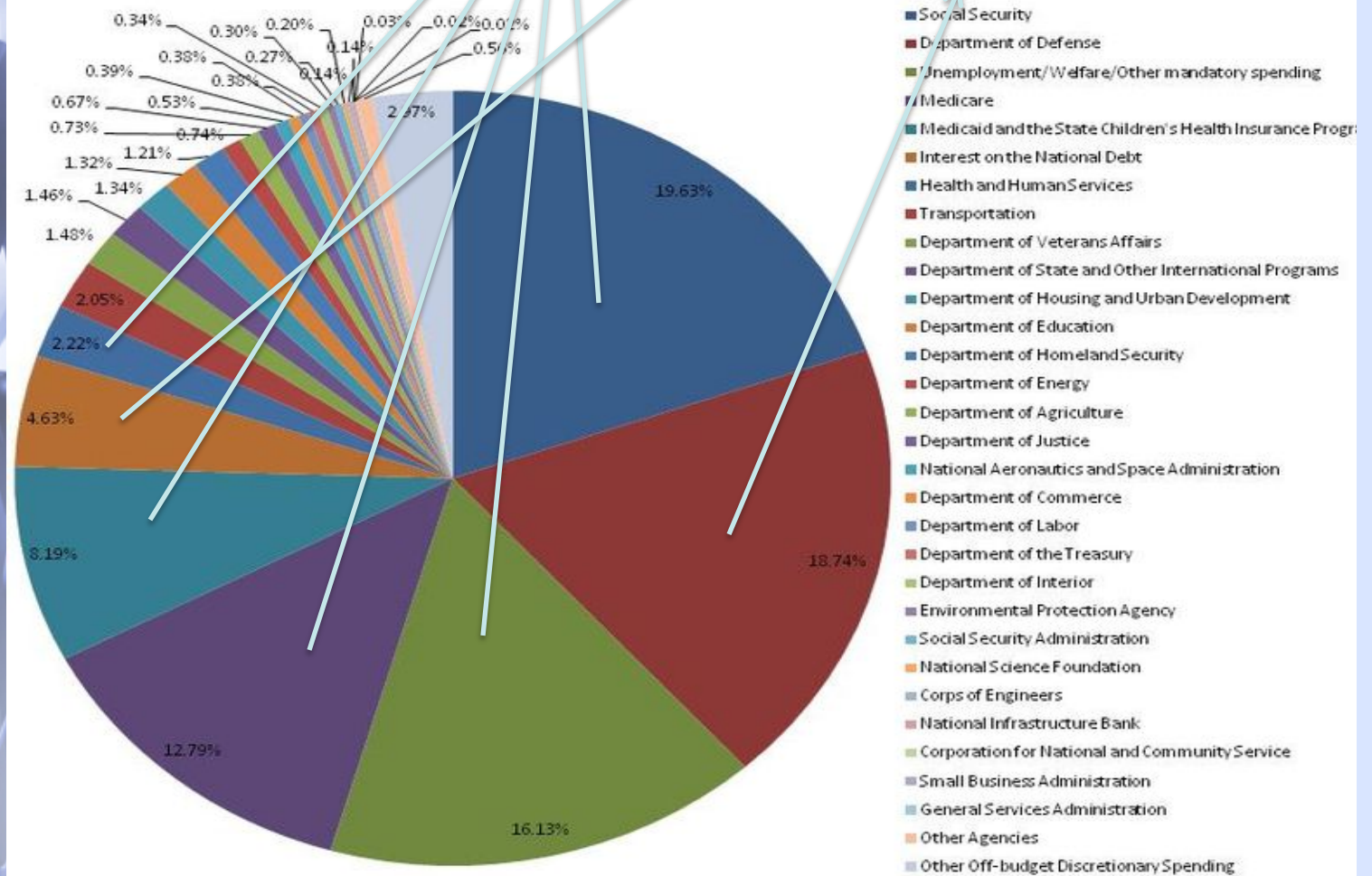
El ascenso de legisladores
republicanos del “Tea Party”
reduce fuertemente el margen
de acción.

Todos firmaron el compromiso
de no aumentar impuestos.

Entitlements

Intereses sobre la deuda

Gasto militar



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.

Vencimientos de bonos y préstamos

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



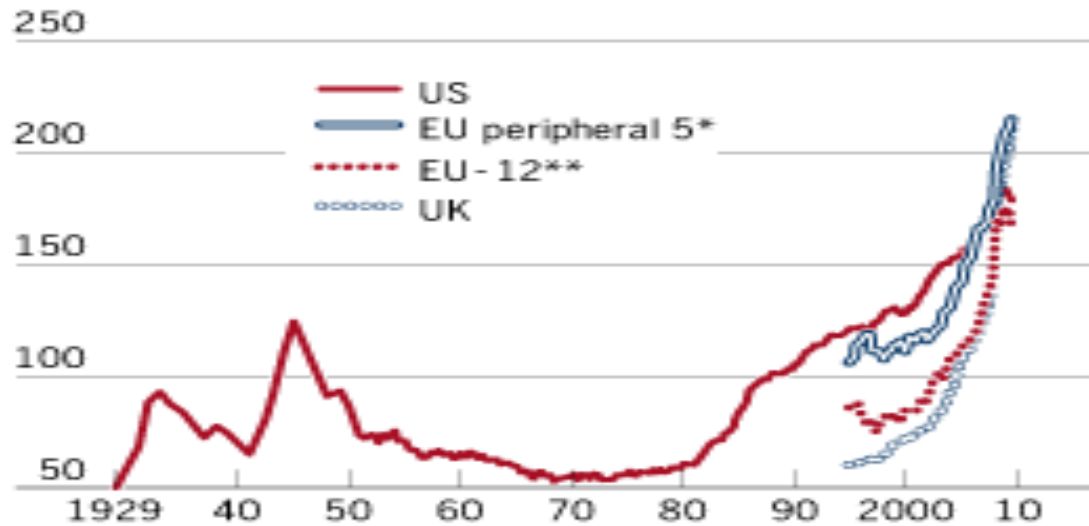


Otros países tienen redenciones importantes, y también tratarán de financiar sus déficit.

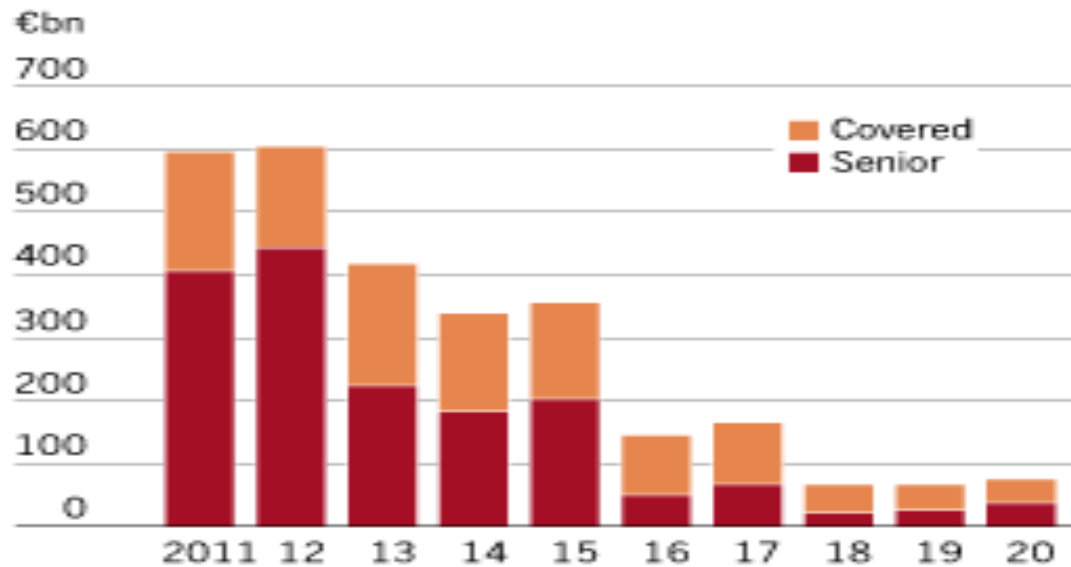
La pregunta clave empieza a ser a qué tasa lo harán.

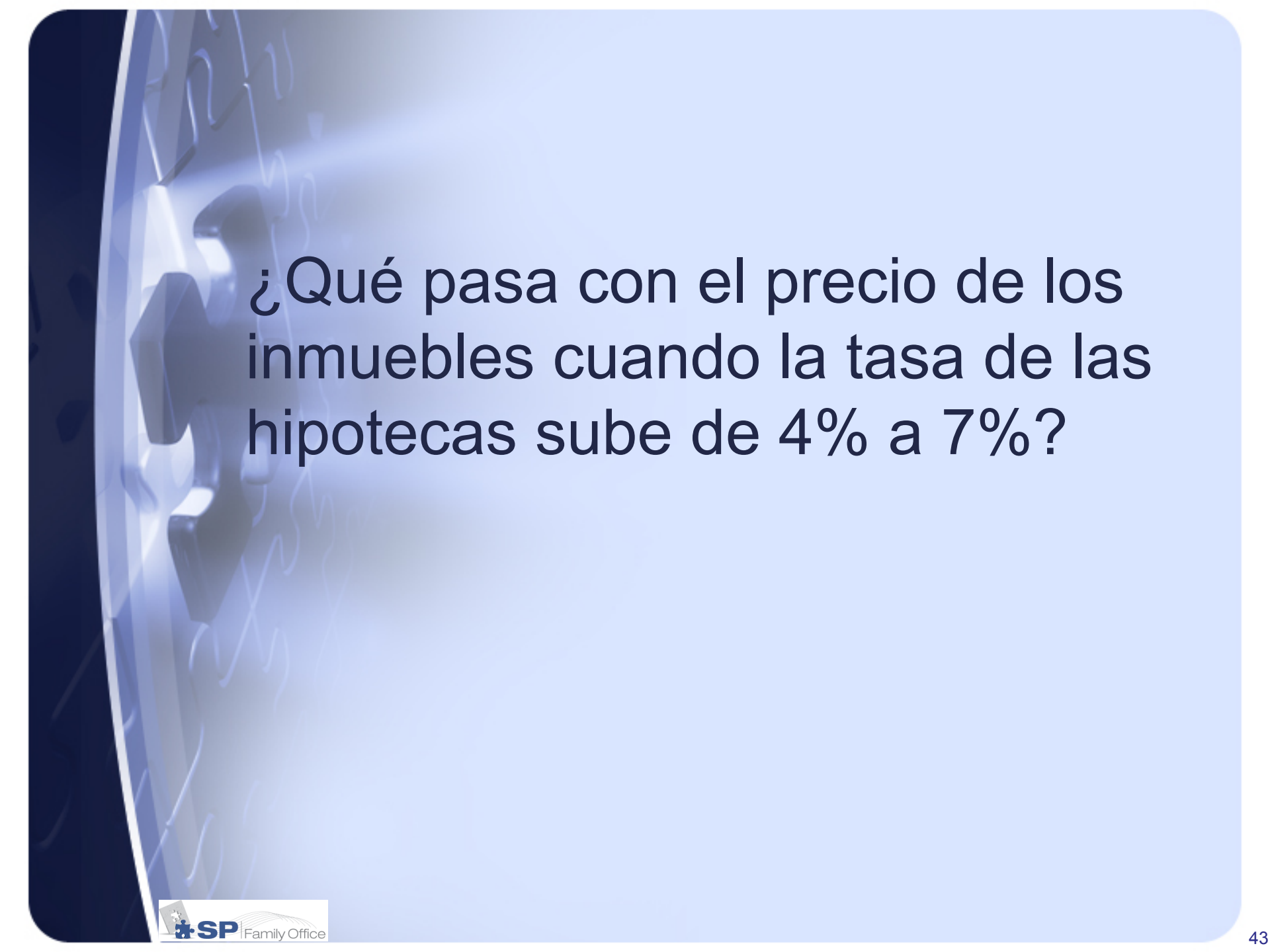
Government and financial debt

% of GDP



European banks' bond redemption profile





¿Qué pasa con el precio de los inmuebles cuando la tasa de las hipotecas sube de 4% a 7%?



“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

EUROPA

Pateando la lata...

La quiebra del estado de bienestar:
“es la política, estúpido”

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.
- La deuda privada y pública ahoga a las economías. Portugal rompió el record europeo el martes: 8% a 5 años.
- 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.

PIIGS (los países “periféricos”)

- Grecia ha estado 105 veces en suspensión de pagos en 200 años.
- Los planes de rescate se dieron para evitar el contagio a España, pero Grecia Irlanda y Portugal van a defaultear.
- 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, por ejemplo

- Su deuda pública es 115% del PIB.
- Necesitan 68 mil millones de dólares al año los próximos cinco años (100% del PIB).
- Decrecieron 4% en 2010, 2.6% en 2011 (llevarán cuatro encogiéndose).
- La inflación será cercana a cero, pues tienen que recuperar competitividad con deflación. Será imposible que el PIB nominal exceda el costo de la deuda.
- Funciona de maravilla si tan sólo dejan de comer unos añitos.

Grecia, por ejemplo

- 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 pues hay más acreedores involucrados.

La eurozona está en riesgo.

- Austria, Finlandia y Eslovaquia quieren dejar de aportar al Fondo de Estabilización.
- Alemania tiene que consumir más y ahorrar menos, pero no lo harán. El problema es de competitividad, y se requiere de migración más abierta.
- Están adoptando una política monetaria restrictiva asumiéndose de salida de la crisis, mientras EU, Japón y China devalúan. Matan cualquier posibilidad de recuperación con el sector externo. Sólo Alemania lo aguanta.



CHINA

El gran mito del Siglo XXI
Creciendo por decreto

Siete razones por las que NO SON la potencia del futuro.

- Es un error ver el alto nivel de reservas como fortaleza.
 - Con QE1 y QE2, el balance de la Fed vale 22% del PIB de EU, el del Banco Popular Chino, 52%.
 - Si el renminbi se revaluara de \$.15 a \$.20, la revaluación de su pasivo valdría 20% del PIB, cinco veces la pérdida del “subprime”.
- La inversión en activos fijos será 70% del PIB en 2011.
 - El tren bala es 2%.
 - El grueso de la inversión es en edificios de departamentos y oficinas. Es la burbuja más grande del mundo.

Siete razones por las que NO SON la potencia del futuro.

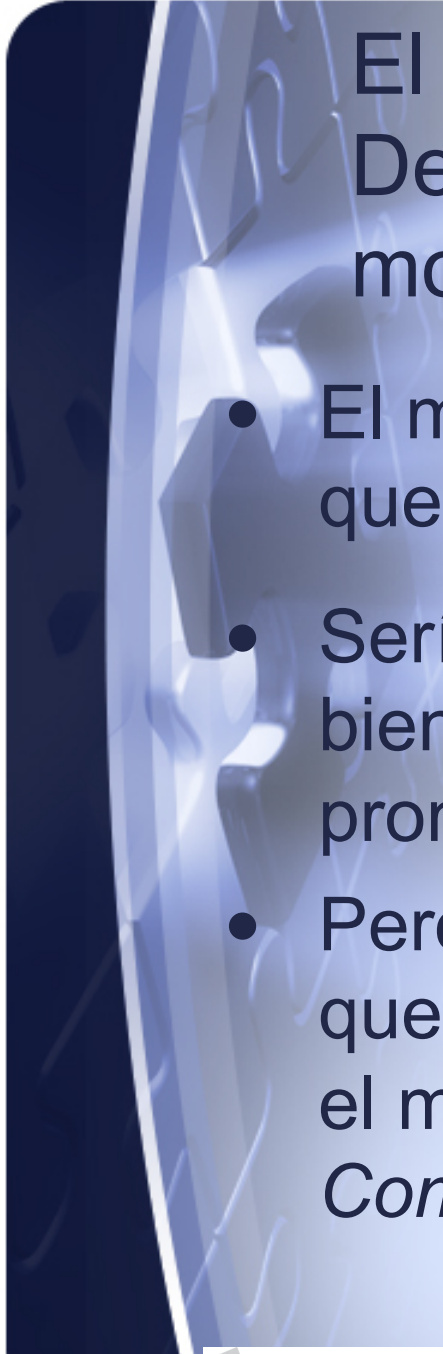
- Es insostenible seguir añadiendo capacidad para crecer.
 - El excedente en la capacidad cementera, por ejemplo, equivale a la demandas sumadas de EU, Japón y la India.
 - En 1990, requerían 3.3 unidades de inversión por cada unidad de crecimiento, hoy requieren de 4.9.
- Son una dictadura, y extremadamente corruptos. Sólo el crecimiento legitima a este gobierno.

Siete razones por las que NO SON la potencia del futuro

- La cartera de crédito de los bancos ha crecido hasta 40% pa. En EU nunca rebasó 15%.
- Rentabilizar la inversión es cada vez más imposible. La cartera vencida será descomunal.
- En China hay 500 mil puentes y hacen 15 mil cada año. En EU hay 450 mil en uso, pero EU tiene cinco veces más ríos. 37 de los 44 aeropuertos construídos entre 2005 y 2010 se hicieron en China.

jorgesuarezvelez@yahoo.com

55



El modelo reventará por inflación.
Demasiado tarde 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. Y la *XVIII Convención del Partido Comunista* es en 2012.



Medio Oriente y Norte de África

Sabemos como inicia,
pero no cómo termina.

El impacto de hidrocarburos más caros es muy poco oportuno.

- Se combina con problemas de cambio climático y su efecto en alimentos.
- Cambia radicalmente el mapa geopolítico.
 - Libia, la guerra de Obama
 - Israel, en un barrio diferente
 - La influencia de Irán crece.
- Egipto fue un golpe de estado. La evolución en países reales –Túnez, Egipto, Marruecos, Irán– totalmente diferente a estados inventados: Arabia Saudita, **Libia**, **Siria**, **Bahrain**, **Yemen**, Kuwait, Katar, Jordania, EAU.

A blue-tinted image on the left side of the slide shows a hand knocking over a line of dominoes, symbolizing a chain reaction or a sequence of events.

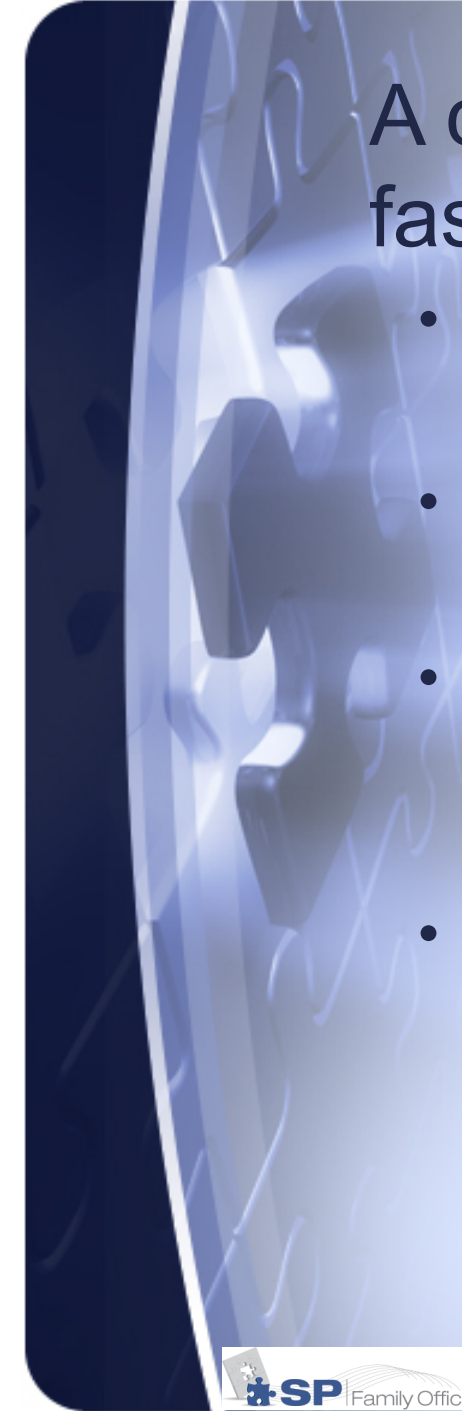
Centroamérica y América Latina

Las oportunidades tocan a la puerta,
pero no las vamos a aprovechar.

Deja vu: la “crisis tequila”

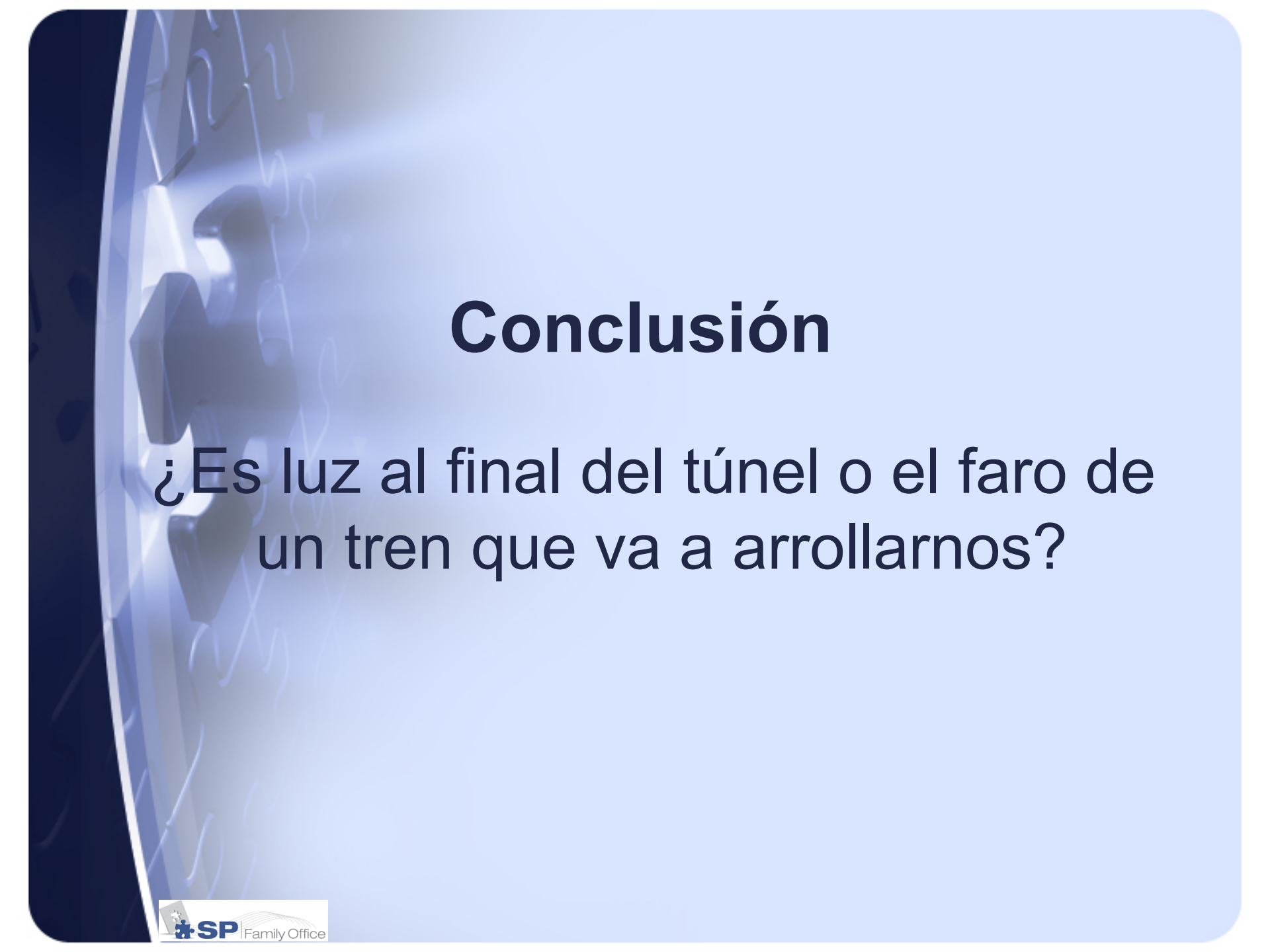
Los mercados emergentes son el nuevo refugio.

- 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. Van a ser BAÑADOS con recursos.
- En 2010 salieron 800 mil millones de EU, y el “free float” de la bolsa argentina vale como 6,500 millones. ¿Por qué habrá subido la bolsa 50%? Pero igual salieron más de 6 mil en una semana por Egipto.
- Es momento de INVERTIR, la oportunidad para aumentar competitividad es ahora o nunca.



A corto plazo bien, pero la segunda fase de la crisis de EU nos va a pegar.

- Las reformas estructurales ya no son opcionales.
- Necesitamos economías mucho más flexible.
- Podríamos ser los grandes ganadores del conflicto comercial con China, particularmente por la crisis naviera.
- La actitud anti-inmigrante va a aumentar conforme el desempleo alto siga, y las remesas se mantendrán bajas. Como siempre, el ataque político más fácil es contra quien no mete las manos.



Conclusión

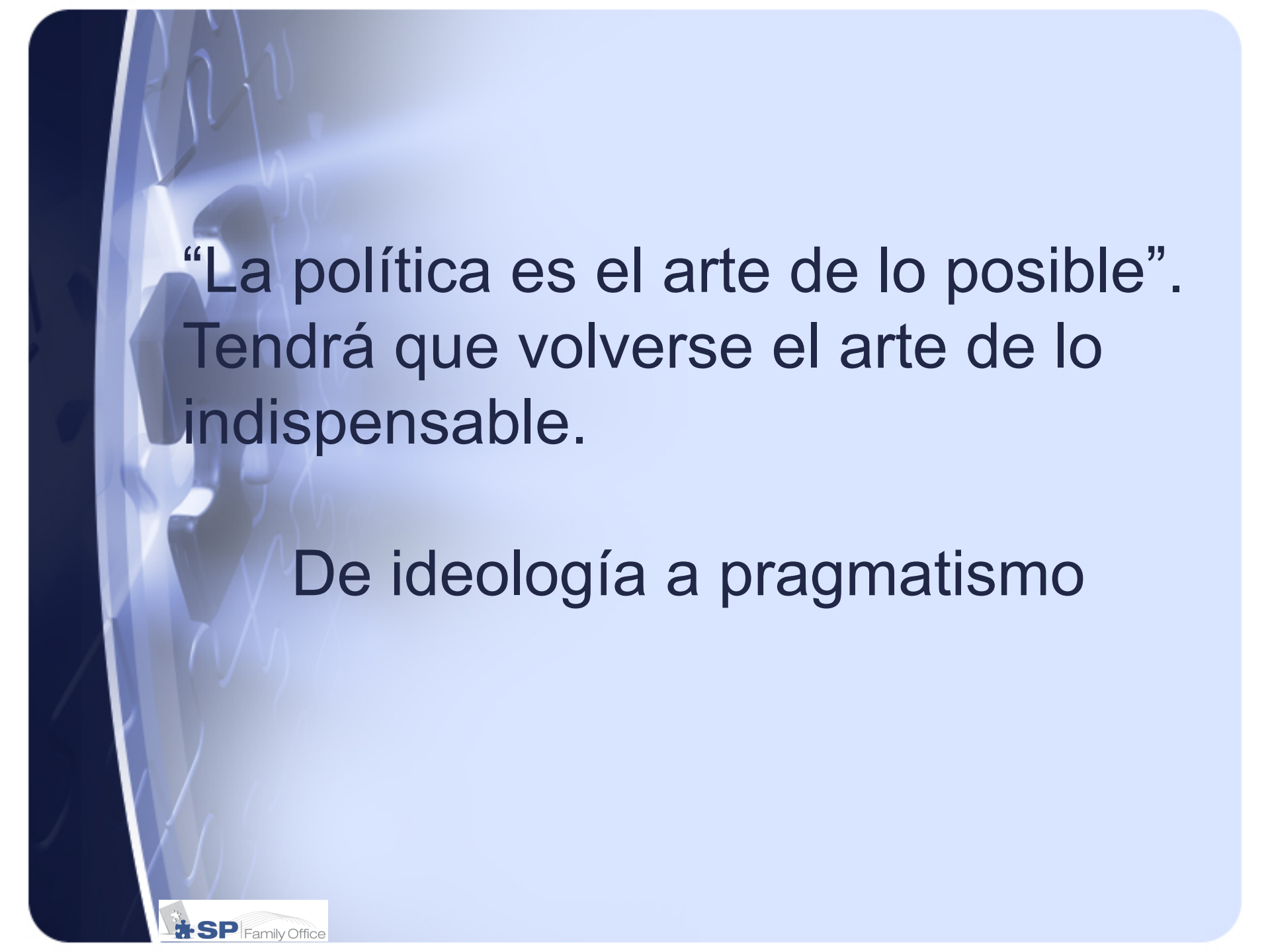
¿Es luz al final del túnel o el faro de un tren que va a arrollarnos?

Tendencias positivas:

- Se ha acelerado el crecimiento global y han mejorado las perspectivas. La bolsa en EU ha subido casi 100% desde marzo 9, 2009. El patrimonio de las familias se ha recuperado parcialmente, y marginalmente la demanda.
- Las grandes multinacionales se han adaptado, reduciendo costos y son más eficientes. Y las manufacturas y las ventas al menudeo se recuperan en EU, de acuerdo a la encuesta de marzo de las 12 regiones de la Fed.
- El crecimiento de países emergentes pesa cada vez más en la economía mundial.
- La innovación tecnológica está creando mercados nuevos y propiciando inversión.

Tendencias negativas:

- El desendeudamiento tomará muchos años y el crédito bancario será escaso.
- El riesgo soberano crecerá incluso para países industrializados, grandes emisores.
- La competencia para financiar déficits se reflejará en tasas de interés.
- La posibilidad de estímulos monetarios adicionales es muy limitada por la amenaza de inflación, y los bancos centrales no tienen claro como reabsorber la liquidez generada sin golpear a los mercados.



“La política es el arte de lo posible”.
Tendrá que volverse el arte de lo
indispensable.

De ideología a pragmatismo



“ La gente sólo acepta el cambio cuando se enfrenta a la necesidad, y sólo reconoce la necesidad cuando la crisis lo asecha” .

Jean Monnet, padre de
la Unión Europea:

A 3D puzzle of the Euro symbol (€) is shown on the left side of the slide. The puzzle pieces are white and blue. Labels are placed on the puzzle pieces: 'GLOBAL MARKETS' on a top piece, 'CREDIT MARKETS' on a central piece, 'INTEREST RATES' on a bottom-left piece, and 'CURRENCY' on a left-side piece. The background is a dark blue gradient with a subtle wave pattern.

CURRENCY

GLOBAL
MARKETS

CREDIT
MARKETS

INTEREST
RATES

Blog: *Diario de la Crisis*
en www.letraslibres.com
Twitter: [@jorgesuarezv](https://twitter.com/jorgesuarezv)

¡Muchas gracias!

Jorge Suárez Vélez

jorge@spfo.com