

## DANZANDO ENTRE LAS LLAMAS

Jorge Suárez Vélez. Octubre 31, 2011 |



En ambos lados del Atlántico se vuelve cada día más evidente la **falta de liderazgo**. Se dice que la principal característica de un líder débil es que titubea cuando va a tomar una decisión definitiva. Sería difícil encontrar una frase que defina mejor a quienes están al mando. Cuando es más necesario que nunca atacar en forma decisiva **problemas estructurales** que lentamente se han arraigado volviéndose pesados lastres, nuestros líderes parecen concentrarse, exclusivamente, en el corto plazo. Sir Philip Hampton, Chairman del Banco de Escocia, dijo: “la clave para manejar crisis es mantener la vista en el largo plazo, mientras estás danzando entre las llamas”. Nuestros líderes actuales parecen hipnotizados por el fuego.

En el ambiente electoral que se vive en Estados Unidos, se ha desarrollado una narrativa maniquea en la cual uno y otro partido se acusan mutuamente, intentando convencer al electorado de que la hechura de la crisis actual proviene exclusivamente de las políticas que el otro ha patrocinado. Como en los matrimonios: el fracaso siempre es difícilmente imputable a una sola parte. Sin embargo, no deja de llamar la atención la absoluta incapacidad del gobierno de Obama para tomar al toro por los cuernos y tratar este trance como lo que es: la crisis económica más severa que ha vivido el mundo en los últimos ochenta años. En mi opinión, Obama pasará a la historia como un presidente que decidió empeñar su capital político –no menor, tratándose del primer presidente afroamericano de Estados Unidos- para pasar una reforma incompleta de sistema de salud, en vez de concentrarse primero en apagar el incendio económico. El gobierno estadounidense ha dilapidado vastas fortunas atacando las consecuencias de la crisis y dejando las causas intactas.

En el caso europeo, la ausencia de liderazgo es más que manifiesta. **Las catorce grandes reuniones** de los líderes europeos han fracasado en el intento de catalizar un plan de rescate a la eurozona que sea remotamente suficiente. Los líderes europeos están atrapados en su falta de valor y elocuencia para explicarle a sus electorados por qué salvar al euro debe ser un objetivo que merece sacrificios y acciones concertadas. Parecen creer que en la medida en que subestimen el tamaño del problema, eventualmente convencerán a los mercados de que la situación es sostenible y que, a la larga, los problemas se resolverán solos. Desafortunadamente, nunca ocurre así.

En la misma semana vimos al presidente Obama anunciar con bombo y platillo su plan para dar alivio a deudores hipotecarios que están “bajo el agua”, como se denomina a aquellos cuyo adeudo bancario excede el valor del inmueble adquirido con este. En la lógica populista de los políticos del Partido Demócrata, la solución al problema está en simplemente alterar las reglas que impiden que los bancos le sigan dando recursos frescos a alguien que está inmerso en esta situación y cuya deuda excede en más de 25% al valor de la propiedad (límite actual). Proponen que se siga prestando independientemente de cuán lejos esté el valor del crédito del valor de la propiedad, e incluso dejarán de hacer avalúos a los inmuebles, como si eso fuese a ayudar a una recuperación más acelerada.

La lógica es que las reglas actuales limitan la posibilidad de que estos deudores refinancien hipotecas aprovechando las tasas de interés a la baja que prevalecen en el mercado. En cierta forma, le seguirán “echando dinero bueno al malo” asumiendo, de forma usualmente errada, que un inmueble que valía X dentro de la burbuja inmobiliaria, volverá a ese precio una vez que la situación económica se estabilice. En mi opinión, sería preferible simplemente embargar la propiedad y dejar que los precios alcancen niveles realistas en el mercado, lo cual atraerá recursos frescos en búsqueda de gangas, y generará amplia oferta de propiedades en renta con pagos mensuales muy inferiores a lo que esas familias endeudadas tienen que pagar hoy para mantenerse al corriente en los pagos de hipoteca. Me parece cruel mantenerlos en sus casas con pagos descomunales, con esperanzas poco fundamentadas y sin la posibilidad de rehacer sus finanzas familiares para poder recuperar sus patrones de consumo normales. Los políticos siempre sucumben ante el espejismo de que ellos mismos pueden imponer el ritmo a los ciclos económicos. Eso no ocurre ni siquiera en el caso de ciclos normales y mucho menos en casos excepcionalmente complejos como el que vivimos.

En el caso de la crisis bancaria internacional, en julio de 2010, los líderes europeos recurrieron a hacer un “stress test” similar al que hicieran antes las autoridades financieras estadounidenses. A diferencia de estas, decidieron intentar una especie de timo colectivo. En la misma forma en que los doctores tratan de evaluar la capacidad cardíaca de un paciente sometiéndolo a una “prueba de esfuerzo” (haciendo ejercicio para elevar el ritmo cardíaco en forma extrema), el objetivo de este tipo de pruebas es evaluar la capacidad del sistema bancario para resistir las pérdidas que provendrían de una crisis económica severa. Pero, en lugar de medir la situación de forma realista,

decidieron utilizar parámetros extraordinariamente laxos y mostrar una foto que sería el epítome de la solidez y la solvencia. En forma por demás embarazosa, el colapso del conglomerado franco-belga *Dexia* fue el segundo caso -después de *Allied Irish Bank*- de un banco que sucumbió después de haber pasado con holgura el “stress test” del año pasado.

El **talón de Aquiles** de la economía europea está en su **sistema bancario**, mucho más apalancado que el estadounidense. Se estima que si el sistema estadounidense está apalancado **13** veces (por cada dólar de capital ha dado 13 dólares de crédito), el sistema francés lo está **26** y el alemán **32** veces. Esto quiere decir que si hubiera una baja en el precio de los activos bancarios de 8%, eso se comería todo el capital de la banca estadounidense, pero el francés requeriría de una baja de 4% y el alemán de tan solo 3%.

La **baja capitalización** de la banca europea (es decir, el alto apalancamiento), combinado con la enorme **inversión en deuda soberana** emitida por países de la periferia (Grecia, Portugal, Irlanda, España e Italia), limitan fuertemente el rango de acción de las autoridades financieras. Los bancos tienen que reducir su apalancamiento para estar mejor preparados para resistir una posible recesión y una potencial caída en los precios de los bonos emitidos por los países de la periferia. El descuento de 50% propuesto para la deuda griega, por ejemplo, sería absorbido íntegramente por los balances bancarios (aunque este no aplica para los bonos en las manos del banco central europeo). Para **bajar el apalancamiento** se tiene dos alternativas: o se levanta capital fresco, o se reduce la disponibilidad de crédito y se venden activos. La primera opción implica una dilución en la participación accionaria de los inversionistas actuales. Es decir que si un banco francés duplicara el capital que tiene para llegar a estándares estadounidenses, quien antes era dueño de 5% del banco ahora tendría 2.5%. Por ello, los accionistas de los bancos preferirán simplemente vender activos.

Este proceso tendrá un efecto negativo en el crecimiento de la economía europea en los próximos meses, y quizá años. En la tan celebrada reunión de octubre 24, los líderes europeos decidieron, una vez más, subestimar las necesidades de recursos para los bancos, concluyendo que 106 mil millones de euros serían suficientes para resistir la tempestad que se avecina. Los estimados mejor fundamentados que he visto ascienden a 280 mil millones de euros, y el presidente del *Deutsche Bank* llegó a hablar de que los bancos tendrían que vender alrededor de un billón de euros (millón de millones) para fortalecer sus balances.

El nivel de capitalización indicado sería suficiente para enfrentar las pérdidas que provendrían del default griego, que por cierto ya ocurrió. Técnicamente, un descuento de 50% es considerado un default, y esa quita costará alrededor de cien mil millones de euros. Es tan fantasioso pensar que esta resolverá el problema griego, como lo es pensar que ahí se acaban los rescates.

A pesar de haber reducido a la mitad la carga de deuda pública para Grecia, el objetivo de estas medidas es que para el año 2020 la economía de ese país tenga “solamente” un nivel de deuda pública a Producto Interno Bruto de 120%. Por ello, el Fondo Monetario Internacional había estimado que se requeriría una quita de cuando menos 60% para que la situación griega fuera fiscalmente sostenible. Hay varios motivos de escepticismo: 1) Ese objetivo es tan excesivamente optimista como lo han sido todos los otros en el pasado. 2) Seguramente se está sobreestimando la capacidad de la economía griega para recaudar impuestos y se está subestimando el impacto de las medidas de austeridad en la actividad económica, la inversión y el consumo. 3) Inocentemente se asume que el pueblo griego está dispuesto a vivir nueve años más de austeridad. 4) Se ignora lo evidente, pues si Grecia obtuvo una quita de 50%, es lógico esperar que Portugal pida condiciones similares.

Eventualmente, lo que se busca es evitar que la crisis de deuda soberana llegue a afectar las emisiones italianas y españolas. Recordemos que, en términos absolutos, **Italia es el tercer mayor emisor de deuda del mundo**, después de Estados Unidos y Japón. Sin duda, el objetivo de las medidas anunciadas es ofrecer certidumbre a la determinación de los países europeos de respaldar las emisiones de estos países para así reducir las tasas a las que se financian. Aquí es donde surge la importancia del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera. Se dijo una y otra vez que para lograr ese objetivo, este tendría que tener más de **un billón de euros** de recursos, la mentada *bazooka*, término inventado por el ex secretario del tesoro Paulson para referirse a la necesidad de fondos de apoyo tan grandes que disuadieran a cualquier escéptico sobre su capacidad para soportar el precio de bonos en el mercado. Sin embargo, incluso ese billón podría parecer demasiado optimista considerando el deterioro del crédito belga y la inminente baja en la calificación crediticia de la deuda francesa. En ese caso, se estima que podría hacer falta de alrededor de 2.37 billones desde ahora hasta mediados de 2014.

Nuevamente, las medidas europeas se quedaron lejos de lo requerido. En vez de aportar recursos nuevos, se decidió “apalancar” los alrededor de 300 mil millones de euros que se encuentran ya comprometidos para capitalizar al fondo. La pregunta obvia es qué pasa si la situación se deteriora seriamente por una recesión más profunda (que incremente la cartera vencida de los bancos) y si los mercados deciden poner a prueba la determinación de Alemania. Ha quedado claro que el **Bundestag** (el congreso) alemán ha limitado a 210 mil millones de euros la participación de ese país en el fondo. Las estructuras “apalancadas” serán similares a las emisiones de CDO’s (obligaciones de deuda colateralizada) que tanto daño causaron en la crisis bancaria estadounidense. Estas restan transparencia a los balances de las instituciones financieras y se pueden convertir en “armas de destrucción masiva”, como bien apuntó Warren Buffet en su momento y para el caso estadounidense, pues pueden dar la impresión de que existe una cobertura que en realidad no está presente. Por si no fuera suficientemente cuestionable la estructura del fondo de estabilidad, los primeros intentos para capitalizarlo con recursos externos ya fracasaron. Rusia comprometió 10 mil millones de euros (que ya eran parte del fondeo que le darían al FMI), y China dijo

que si bien les importa la estabilidad de Europa -su principal socio comercial- no están dispuestos a tirar recursos y convertirse en una fuente de “dinero tonto”.

En la surreal lógica europea, Wolfgang Schäuble, el ministro de finanzas alemán, propone establecer un **impuesto a las transacciones financieras** para “desalentar” la especulación, y aumentar la regulación a la banca europea. Políticos como Schäuble creen que los mercados conspiran en contra de los sabios gobiernos cuyas mediocres soluciones debieran bastar para que la calma se recupere. Por ello, en el colmo de lo absurdo, se ha introducido el concepto de “voluntario” en el descuento a la deuda griega. La lógica de esto es que si es “obligatorio” se consideraría un “evento de crédito” y se considera formalmente que esa quita es un default lo que detonaría el pago de instrumentos de seguro como los CDS’s (Credit Default Swaps). Instrumentos que cotizan en los mercados financieros y que permiten que quien compre un bono emitido por un gobierno o una empresa se “asegure” en caso de que el emisor no pague. En forma absurda, la treta para evitar el pago acabará saliendo mucho más cara. Quienes hoy tienen bonos italianos o españoles y tenían la posibilidad de “asegurarse” comprando un CDS, saben que están expuestos a juegos sucios, por lo que simplemente recurrirán a pagar precios más bajos por los bonos, al estar conscientes de que están asumiendo un riesgo mayor. Una vez más, **los políticos se sienten por encima de los mercados** y, desafortunadamente, estos siempre encuentran formas elocuentes para recordarles su poderío.

¿Qué sigue? Por un rato, las garantías adicionales en el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera darán soporte a la deuda italiana. Sin embargo, esta se verá afectada por dos factores. Primero, por la falta de crecimiento económico en la región resultado de la contracción del crédito. Y segundo, porque surgirán dudas sobre la solidez de los bancos italianos, particularmente sabiendo que no existe una red de apoyo para suavizar su caída. Es enteramente posible que presenciemos una situación recesiva incluso en Alemania. Por si fuera poco, el Banco Central Europeo parece empeñado en sostener su “mandato” y simplemente mantener la inflación bajo control; a pesar de que un poco de inflación sería más que bienvenida pues de lo contrario los ajustes en la situación de los países periféricos tendrán que darse a partir de austeridad y deflación socialmente insostenibles.

Las medidas adoptadas serán insuficientes para mantener bajos los costos de financiamiento italianos y españoles, por lo que tarde o temprano volverá la duda sobre la sostenibilidad de la situación de ambos países. En mi opinión, Grecia acabará saliendo de la eurozona en algún momento en los próximos dos años, y posteriormente lo hará también Portugal. En ese momento, la atención de los mercados se volcará nuevamente sobre Italia y España, y de estos dependerá que el euro sobreviva o no. En ambos países será relevante seguir la **transición política**. Es deseable que Berlusconi deje su puesto. A Italia le urge implementar ajustes fiscales serios pues su situación es mucho más endeble que lo que admiten, debido a que es una economía que no crecerá en los próximos años. En España será importante ver si el PP español, una vez que asuma el poder después de las elecciones del 20 de noviembre, es capaz de negociar con las provincias para resolver la situación fiscal.

**La situación europea se complica exponencialmente.** Como dijo Wolfgang Münchau del *Financial Times*: se está llegando a una situación en la que las medidas necesarias para rescatar a la eurozona pueden poner en peligro a la Unión Europea. La **eurozona** tiene **17** miembros, la **Unión Europea** 27. La relación de países miembros de la segunda, pero no de la primera (Reino Unido, Suecia y Dinamarca) con Alemania y Francia se está volviendo cada vez más compleja. Por otro lado, es probable que lo que veamos sea el surgimiento de movimientos políticos populistas en Europa, como aquellos que ganan terreno en Finlandia, Holanda y Francia. Si la falta de determinación de los líderes europeos está fundada en el temor a perder el poder, será esta la que acabe por garantizarles ese temido desenlace.

La falta de crecimiento en Europa limitará también la recuperación estadounidense, pues Europa es el principal socio comercial de este país. Conforme crezca la incertidumbre sobre Europa, el euro se debilitará y, potencialmente, un dólar fuerte podría afectar al sector exportador de EUA que ha dado gran alivio a una economía donde consumo, inversión privada, e incluso gasto público, están deprimidos. Tanto en Estados Unidos como en Europa, el momento en que las medicinas amargas pudieron ser la terapia indicada está llegando a su fin. Sigue el turno de las amputaciones.