

10 de junio de 2010

## A toda marcha hacia el descarrilamiento

En el momento actual, hemos llegado a una situación en la que casi todos los bancos en el mundo negocian en función de la solidez de las finanzas públicas del país que respalda su deuda. En consecuencia, todo el mundo debería centrar su atención en las finanzas públicas... y es lo que están haciendo.

No cabe duda de que nos enfrentamos a ciertos problemas en los países PIIGS así como en algunos de los países de Europa del Este, como Rumanía y Hungría. De no adoptarse reformas "difíciles de asumir" en estos países, podríamos encontrarnos con una situación de impago en un futuro no tan lejano. Aún incluso si uno o varios de estos países fuera incapaz de reestructurar la deuda, el problema no sería tan grave si la mayoría de los países del G10 contara unas finanzas sostenibles. El problema es que no es así.

La falta de entendimiento político de los problemas y el hecho de que la mayoría de los políticos están contaminados por la Teoría Keynesiana de derrochar como un marinero borracho sirven para casi garantizar que los déficit presupuestarios se mantendrán al menos durante los próximos 3-5 años y probablemente durante mucho más tiempo.

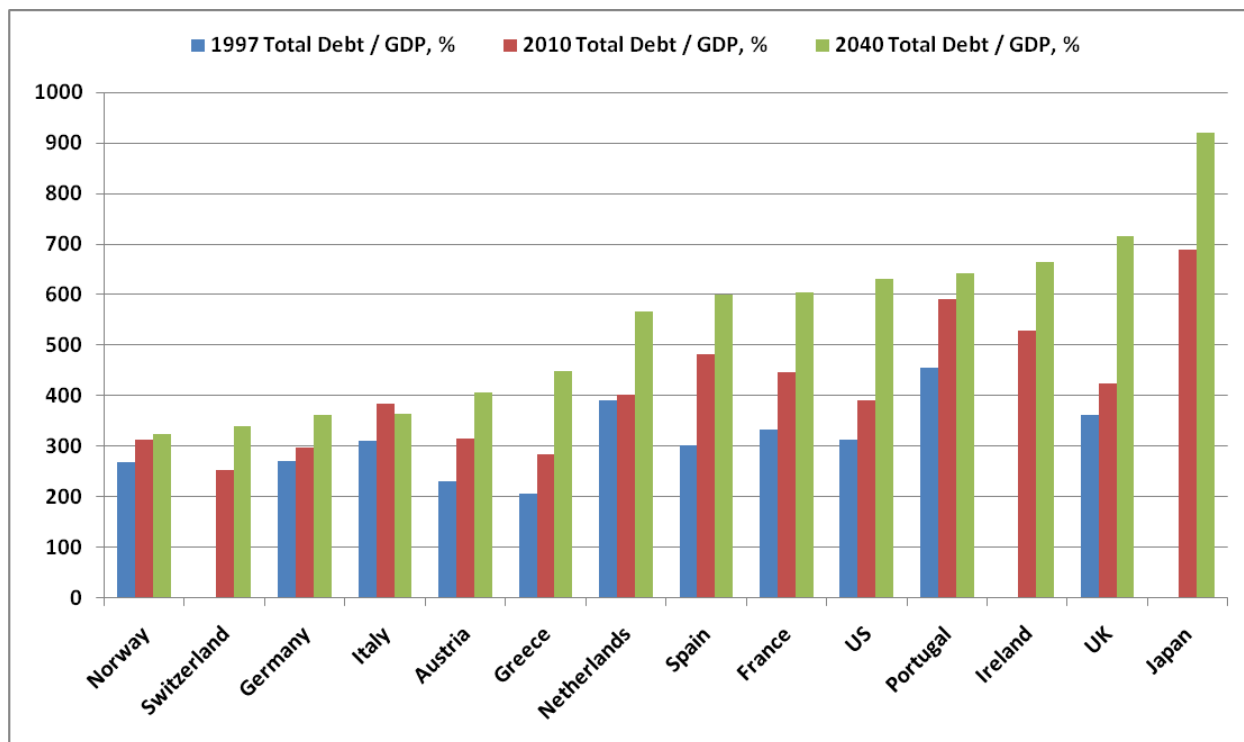
Con los mercados de deuda a punto de vomitar, la situación debería constituir un motivo de preocupación capital ya que el mercado ha comenzado a practicar restricciones completas a los bancos españoles desde el mercado interbancario no español. El juego de la simulación se ha mantenido durante demasiado tiempo y en época de crisis se ha incrementado el apalancamiento total de las economías occidentales. No se ha solucionado nada:

- Los consumidores sólo han reducido el gasto de forma moderada. El ratio consumo/PIB de la economía estadounidense se mantiene en torno al 70%. Demasiado para garantizar un crecimiento a largo plazo.
- Los bancos siguen mintiendo sobre sus balances generales y debemos sospechar que la mayoría siguen siendo insolventes. Los bancos estadounidenses son insolventes debido a los impagos masivos de hipotecas y los bancos europeos son insolventes en parte por idéntica razón y en parte también por una exposición irresponsable a los estados del Sur de Europa. Y, los bancos no pondrán en marcha en los próximos diez años la máquina de titularización/préstamo.
- El gasto estatal prácticamente no se ha reducido y de hecho son pocos los intentos de recorte. En la mayoría de los países de Europa, los programas de titularización extremadamente generosos han quedado intactos.

En *Working Paper # 300* del BIS, Cecchetti, Mohanty y Zampolli tratan de hacer una previsión de los ratios de deuda estatal / PIB de varias de las economías desarrolladas en tres escenarios diferentes. La predicción de los ratios se efectúa a un horizonte a 30 años y en la mayoría de los casos desembocamos en un escenario completamente imposible. En el escenario de referencia (sin cambios en los programas de titularización estatales y gasto asociado a la edad), se prevé que Reino Unido alcance un ratio de

deuda estatal/PIB del 540% en 2040. En cuanto a Estados Unidos y Japón, las cifras se sitúan respectivamente en un 450% y en un 600%.

Obviamente, la situación descrita no se va a producir. Cada uno de los gobiernos llevará a cabo ajustes pequeños o graduales (escenario 2) o efectuará ajustes pequeños y graduales con vistas a mantener constante el gasto asociado a la edad (escenario 3). Si partimos del “escenario intermedio” (#2) y lo aplicamos para predecir el ratio deuda estatal/PIB y suponemos que la deuda de los hogares y corporativa en el PIB se va a mantener constante en el nivel de 2010, alcanzamos la situación descrita en el párrafo que figura más abajo.



Fuente: BIS, Eurostat, Bloomberg, estimaciones propias de Saxo Bank Research

El ratio Deuda Total/PIB está listo para superar el 500 por ciento en 8 de las economías en cuestión, entre las que se incluyen EE.UU., R.U. y Japón + España y Francia. Entre 1997 y 2040 los ratios se incrementarán de media un 66% o más de 200 puntos porcentuales del PIB. En resumen, dentro de 30 años todos nos pareceremos a Japón. Más nos vale aprender a cocinar arroz y poner a quienes tengan 75 años a cuidar de los que hayan cumplido los 100 en las residencias.

Pero la situación descrita no se va a producir. La única razón por la que Japón ha logrado hasta ahora mantenerse a flote radica en el enorme volumen de ahorro de los hogares. ¿Saben qué? Este ya no es el caso y ahora Japón entra en zona de máximo peligro en la que sería de lo más insensato suponer que los inversores nacionales vayan a asumir la creciente deuda para siempre a unos niveles de rendimiento cada vez más bajos.

No obstante, ninguno de los demás países en cuestión cuenta con los ahorros internos que se necesitarían para financiar los despilfarros del sector público. Incluso el suponer que los gobiernos llevarán a cabo “cambios pequeños y graduales” es una consideración discordante y han sido muy pocos los ejemplos en la historia en los que, de facto, las administraciones han logrado recortar el gasto estatal. Margaret Thatcher es la única autoridad política que consiguió un ajuste significativo del gasto estatal respecto del PIB durante su gobierno.

No hay muchos indicios en el panorama político europeo que apunten a que el futuro inmediato nos tenga reservado una ola de Thatcherismo y ya sólo alcanzar el “escenario intermedio” de las previsiones del BIS sobre deuda/PIB exige mantener una posición estricta y constante en materia de déficit. No obstante, todo ello puede cambiar cuando los tipos de interés suban en general y el movimiento del Tea Party ya tiene en Estados Unidos un enorme éxito.

Los votantes europeos y los responsables de las políticas parecen ignorar aún la dimensión del problema y centrarse en la “especulación” desleal, en lugar de afrontar el problema real: los déficits presupuestarios y la carga crediticia.

### **Puertos seguros en el norte de Europa**

Por tanto, esperamos que Europa siga “haciendo negocio como siempre” hasta que los mercados de bonos rechacen claramente seguir financiando el consumo de los gobiernos. El diferencial del tipo de interés frente a Alemania subirá y la sostenibilidad fiscal será el centro de atención para el mercado de bonos. Alemania, Dinamarca, Noruega y Suecia seguirán beneficiándose de su estatus de puertos seguros y de una economía pública fuerte. Nuestras “peores previsiones” para los tipos a 10 años alemanes al 2,25% en 2010 (ver nuestras Perspectivas Anuales) parecen cada vez más realistas a día de hoy (actualmente, en el 2,55%). Al mismo tiempo, los diferenciales de los PIIGS frente a los países del norte de Europa seguirán subiendo como han venido haciendo últimamente.

De esta evolución se puede inferir un mensaje relevante: Asumamos que las perspectivas de inflación/deflación para Europa son aproximadamente las mismas. Con las diferencias de los bonos a 2 años (PIIGS-Alemania) subiendo y con Alemania y los demás instando verbalmente a un rescate de los PIIGS que solo puede significar que el mercado de bonos está ignorando la palabrería y en realidad cree que en última instancia NO serán Alemania y los demás quienes deban responder por el problema crediticio de los países PIIGS. En otras palabras, se debería contar con una reestructuración y hay rumores de que dicha reestructuración podría efectuarse durante el fin de semana que viene. Por favor, no se enfaden conmigo si me equivoco; sólo es un rumor. Pero tendría mucho sentido y, en mi opinión es la única forma de escapar a la trampa crediticia en la que ha caído Grecia.

### **Mirando al este...**

En nuestra opinión, el mercado va a ir mirando cada vez más al este (ya empezó en EE.UU. en 2008 con las hipotecas subprime, le siguió el Reino Unido con el sector financiero en grueso) y ahora Europa, con el problema crediticio de los PIIGS. El siguiente movimiento girará en torno a los países de Europa del este, y ya estamos viendo cierta preocupación por Rumanía y Hungría. Con el FMI sin liquidez, el

mercado cada vez va a esperar más una reestructuración en estos países. Puesto que el FMI es el factor determinante, también deberíamos preocuparnos por los países bálticos (otra vez). Prevemos que esto comience durante el verano. No se quede atrapado en posiciones largas en el HUF y el RON.

La próxima fase en este cambio del foco de atención será China: El gran monstruo del crecimiento global, que consume entre una quinta y una séptima parte de toda la producción mundial de materias primas. Con China como comprador marginal por excelencia, no es difícil imaginar lo que sucederá con el complejo de materias primas una vez que se desvanezca el insostenible sobre-estímulo de China. Prevemos que se modere el crecimiento chino hasta el 5-6% desde 2011 y en adelante. Por tanto, el Índice CRB volverá a tantear las bajadas de 2009 en 200 (el 20% desde los niveles actuales).

También estamos considerando (aunque aún no es un aviso) el caso de una formación de cabeza y hombros en los mercados de valores (en 2010), lo que debería llevar a la creación del hombro derecho por un rebote inducido por las fuertes ganancias desde estos niveles hasta en torno a 1150 y 880 a continuación por la próxima desaceleración y por los fuertes programas de austeridad europeos (y de EE.UU.).

### **¿Y esto qué supone?**

Los responsables de las políticas se están moviendo dolorosamente despacio para reducir los déficits en todas partes, pero en realidad, tampoco hace falta mucho para calmar los mercados. Posponer la edad de jubilación 2 o 3 años, recortar los salarios de los funcionarios en un 5-10% y el gasto social en un 5% debería servir para ajustar los presupuestos en muchos países. Sí, los datos del PIB serían horribles en uno o dos trimestres y la renta realmente disponible se vería empujada hasta los niveles de 2001 o similares, pero 2001 no fue una fosa común social. Traten de imaginar el mercado si se aplicaran dichas medidas... las acciones y los mercados de bonos se estabilizarían inmediatamente y lo mismo ocurriría con los mercados interbancarios, puesto que las garantías sobre el pasivo de los bancos dejarían de estar en tela de juicio.

En conclusión, solo hay dos salidas a la crisis: reestructurar la deuda (como tendrá que hacer Grecia) o recortar ahora los déficits. En este punto, es esperanzador ver a Alemania aplicar un recorte del 3,5% del PIB. Un buen comienzo, pero no es suficiente. Las elecciones a medio plazo en EE.UU. probablemente significarán que vamos a ver más medidas de austeridad y menos planes de rescate. Esperemos que Alemania sirva de ejemplo para el resto de países europeos, a pesar de que ningún líder político ha tenido el valor ni la visión para seguirlo (y superarlo).