

Patear la Lata para Adelante

por John Mauldin (*Traducción: Margarita Richter*)

14 de mayo de 2011

La Burbuja Más Grande de Todas

Irlanda es una Historia Diferente

Patear la Lata para Adelante

Filadelfia, Boston, Trequanda, Kiev, Ginebra, y Londres

La Burbuja Más Grande de Todas

Esta semana pasamos de la crisis que se avecina en EE.UU. hacia la que se prepara a fuego lento en Europa. Visitamos a nuestras viejas amigas Grecia e Irlanda, y reflexionamos cómo terminará todo. Está muy bien eso de patear la lata para adelante, pero ¿qué pasa cuando lleguemos al final del camino? La respuesta europea parece ser la de entrar con equipo pesado y alargar el camino.

Todo el tiempo me preguntan cuál es mi mayor preocupación, y mi respuesta breve es, la Crisis de la Deuda Externa Europea. Claro que, después debemos pensar en la Crisis de la Deuda Externa Japonesa, seguida por la de los Estados Unidos; pero hoy nos ocuparemos de Europa. La burbuja más grande de la historia es la de la deuda pública. Es una burbuja en un mundo plagado de alfileres. Hará falta muchísima suerte y un buen manejo de la crisis para mantenerla a flote, sin causar estragos en el sistema financiero y en los mercados mundiales.

Esta semana hubo todo tipo de rumores. Grecia va a dejar el euro. No. Los alemanes exigen una reestructuración de la deuda y después lo niegan. Un diario alemán informa que la UE, el FMI, y Alemania quieren una prórroga para la deuda griega, mientras que el BCE (tenedores de la deuda griega) y Francia se oponen. Los bonos griegos a dos años ahora pagan el 25% si les interesa comprarlos en el mercado abierto, lo que confirma que el mercado vota por algún tipo de reestructuración de deuda o directamente por el default.

Esta semana me senté a leer dos largos informes acerca de cómo podría reestructurarse la deuda griega de una forma ordenada. Uno era del HSBC y el otro de Roubini Global Economics. Hay maneras en que puede hacerse. Pero los costos de las diversas alternativas podrían ser más de lo que las partes involucradas están dispuestas a soportar. No se trata de sufrir o de no sufrir, sino de decidir quién va a sufrir.

El problema fundamental para Grecia es que no hay señales de recuperación económica, con el PIB a -4,5% en 2010 y la probabilidad de que sea -3,0% en el año 2011 (FMI). Si nuestra economía disminuye un 10%, nuestro ratio de deuda al PIB

sube el 11% sin que haya deuda nueva. Y le piden a Grecia que disminuya más su déficit en un 15% efectivo del PIB, y que no tome más deuda. Dentro de dos años, Grecia tendrá un ratio de deuda al PIB del 160% que solo puede disminuir con variables de crecimiento muy optimistas. Y eso supone que Grecia sea capaz de enderezar su propia casa. Yo mencioné el maravilloso artículo de Michael Lewis en *Vanity Fair* de octubre pasado (<http://www.vanityfair.com/business/features/2010/10/greeks-bearing-bonds-201010>). Él menciona la corrupción generalizada que hay en Grecia:

“La escala de evasión fiscal griega era, como mínimo, tan increíble como su alcance: más o menos dos tercios de los médicos griegos declararon ingresos por debajo de los 12.000 euros anuales – lo que significaba que, ya que los ingresos inferiores a esa suma no pagan impuestos, hasta los cirujanos plásticos, que ganan millones por año, no pagaban impuesto alguno. El problema no era la ley – había una ley en los códigos que considera delito no excarcelable la evasión fiscal superior a los 150.000 euros – sino su aplicación. ‘Si se aplicara la ley’, el recaudador de impuestos decía, ‘todos los médicos de Grecia estarían presos.’ Yo me reí y él me miró. ‘Lo digo en serio.’ Uno de los motivos por los que jamás hay una condena – aparte de que la condena parecería arbitraria, ya que todo el mundo evade – es que los tribunales griegos demoran hasta 15 años en resolver casos fiscales. ‘Aquel que no quiere pagar y es detectado, va a juicio directamente,’ dice. Más o menos entre un 30 y un 40 por ciento de las actividades de la economía griega que podrían ser gravadas no están registradas oficialmente, dice, comparadas con un promedio de más o menos el 18 por ciento en el resto de Europa.

“... El estado griego no estaba solamente corrupto, sino que también corrompía. Una vez que uno veía cómo funcionaba, podía comprender el fenómeno que, de lo contrario, era ilógico: la dificultad que tienen los griegos para decir algo amable de otro. Los griegos son personas encantadoras: graciosas, cálidas, inteligentes, y buena compañía. Me retiré de dos docenas de entrevistas diciéndome, ‘¡Qué gente excelente!’ Pero no comparten ese mismo sentimiento entre ellos: lo más difícil de hacer en Grecia es lograr que un griego elogie a otro a sus espaldas. Cualquier éxito es visto con sospechas. Todos están seguros de que el otro evade al fisco, o soborna a los políticos, o acepta sobornos, o miente sobre el verdadero valor de su propiedad. Y esta total falta de confianza entre ellos se retroalimenta. La epidemia de la mentira, el fraude y el robo hace imposible cualquier tipo de vida cívica; el derrumbe de la vida cívica solo alienta más mentiras, fraude y robo. A falta de confianza mutua, recurren a ellos mismos y a sus familias.

“La estructura de la economía griega es colectivista, pero el país, en su espíritu, es todo lo opuesto a lo colectivo. Su verdadera estructura es cada uno para sí mismo. Los inversores colocaron millones de dólares en este sistema. Y el auge del crédito empujó al país más allá de todo límite, hacia un colapso moral total.”

Es un artículo de siete páginas que vale la pena leer, ya que nos da la magnitud del problema que es Grecia.

Esta semana hubo más disturbios por parte de los sindicatos griegos. De hecho, protestan contra las últimas negociaciones de la deuda, porque significan más austeridad. Los franceses y los finlandeses exigen unos U\$50 billones en privatizaciones de empresas del estado, lo que equivale a la pérdida de empleos públicos. Los alemanes tienen sus propias exigencias.

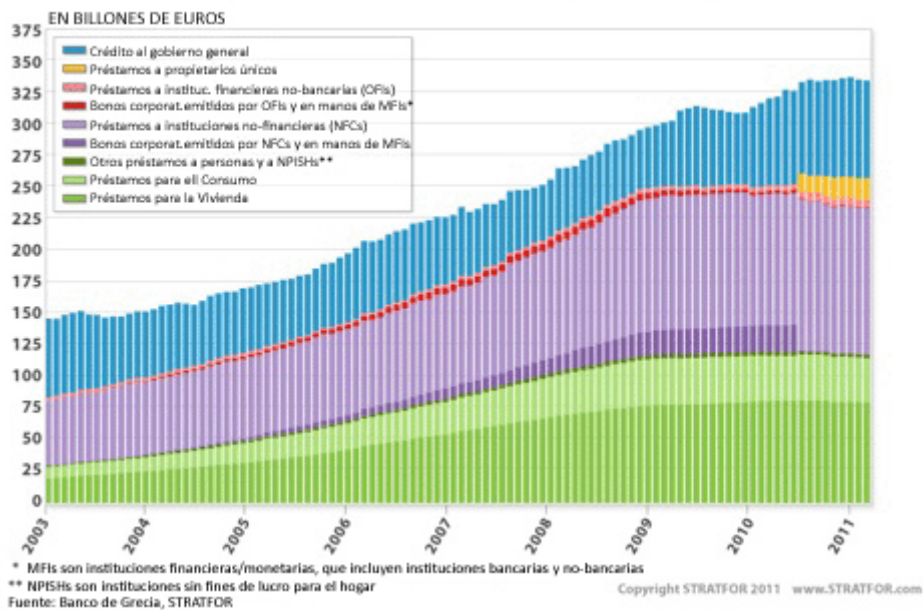
Tanto el HSBC como Roubini suponen que hay alternativas que podrían funcionar para prorrogar los vencimientos de la deuda, rebajar las tasas de interés, y darle algo de margen a Grecia para que resuelva sus problemas. Pero incrementar la deuda no es la solución para demasiada deuda. Ningún país, salvo Gran Bretaña en el auge de su imperio, pudo recuperarse de un ratio de deuda al PIB superior al 150% sin default. Ninguno.

Y el motivo es aritmética simple. Incluso una tasa de interés nominal del 6% significa que se necesita el 10% del ingreso público para pagar los intereses. No el 10% de la recaudación fiscal, ténganlo presente; el 10% de la producción local total. Eso es una carga enorme para cualquier país. Se lleva la mitad de la recaudación fiscal (o más), y no deja lo suficiente para el pago de servicios públicos comunes como la policía, la defensa, la educación, las jubilaciones, la salud, etc.

Grecia tiene un déficit comercial masivo con el resto de Europa, lo que empeora aún más los problemas. El desempleo actual en Grecia llega al 15% y sigue subiendo. Y todo el mundo puede ver a todas luces que la línea de crédito actual se agotará a principios de 2010, y aun así Grecia necesitará como mínimo otros 30 billones inmediatamente después. Es evidente que no van a ser capaces de acceder a los mercados privados, por lo que están negociando ahora para conseguir más dinero hasta el 2013 cuando, en teoría, debería entrar en vigencia el nuevo Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM por su sigla en inglés) (más adelante, más al respecto).

Sin embargo, pasa algo raro. La deuda para el consumo y la deuda corporativa de Grecia suben en medio de lo que podemos llamar justificadamente una depresión. ¿Cómo es posible? ¿No es que los consumidores y las empresas se repliegan en una recesión? Observen este gráfico de Stratfor:

DESGLOSE DEL CRÉDITO EN LA ECONOMÍA GRIEGA



Mientras escriben:

“Pese a que se espera más desempleo, el sector de los hogares griegos continúa muy endeudado, y apenas se percibe un desapalancamiento marginal. Es una señal preocupante porque demuestra que los griegos no han sido capaces de disminuir sus deudas y tampoco limitaron sus niveles de vida ante la grave crisis económica. Es probable que no puedan disminuir sus deudas precisamente porque muchos perdieron el empleo o sufrieron fuertes recortes salariales en el sector público, por lo que dependen del crédito para el consumo para mantener sus niveles de gastos y pagar sus deudas (por ejemplo, pagar deudas de tarjeta de crédito con más deuda de tarjetas de crédito). Entretanto, el sector bancario en general incrementó el monto de crédito otorgado a los consumidores, las empresas y el gobierno. El monto total de crédito pendiente era superior a los 333 billones de euros en febrero – más que los 325 billones de euros correspondientes a mayo de 2010, donde el aumento más relevante corresponde a préstamos bancarios para el propio gobierno.

“Sin embargo, el problema es que el gobierno no puede reducir el préstamo para los consumidores u obligar a sus bancos a que lo hagan. Eso no solo arrojaría a Grecia a una recesión aún más profunda, sino que también provocaría un gran sufrimiento a los ciudadanos griegos, ya bastante frustrados y a punto de salir a las calles.

No estoy convencido de que se trate únicamente de la incapacidad de los consumidores y empresarios griegos para cancelar las deudas. Los rumores de que Grecia volverá al dracma tienen un motivo, tal como lo explicaré en breve. Si lo hicieran, es muy lógico que quien quiera comprar un auto lo haga hoy, ya que el dracma pronto caerá un 50%, lo que duplica el precio de ese auto alemán, francés o italiano. Para el caso de un empresario, pensará que es lógico adelantar la inversión

de capitales, puesto que cualquier equipamiento que no sea griego será indudablemente más caro con posterioridad a la salida del euro.

Nota: No digo que Grecia se comportará de esta forma, solo que suena lógico para quienes quieran hacer inversiones de capital para cubrir sus espaldas, por si acaso.

Roubini escribe:

“Se necesita un recorte del 20-50% para lograr la sostenibilidad de la deuda. Para poner todo en perspectiva, hay que considerar la magnitud del recorte que se necesita para que la deuda sea en efecto sostenible. Por simplicidad, a estas alturas, consideramos recortes a valor nominal en nuestra herramienta de análisis de sostenibilidad de deuda y vemos que un recorte del 20% sobre el total de la deuda permitiría que Grecia logre un ratio de deuda al PIB del 60% para el año 2030. Esta evaluación se fundamenta en las proyecciones macroeconómicas del WEO del FMI de abril de 2011; sin embargo, otras proyecciones macroeconómicas más conservadoras sugieren la necesidad de un recorte en torno al 50%.”

Pero ese recorte también significa que los países miembros de la zona del euro deberán financiar la deuda griega por mucho tiempo, ya que los mercados privados los excluirán hasta que se haya restablecido una verdadera credibilidad. Y eso puede llevar bastante tiempo. Hace mucho tiempo que los griegos se han tomado por costumbre no pagar las deudas. Los primeros registros que se tienen sobre default de la deuda externa se remontan a las ciudades-estado de Grecia, de hace más de 2000 años. Grecia ha estado en default 150 años, de los últimos 200.

Un financiamiento perpetuo de esas características no va a ser popular, y ya es posible observar el auge de partidos escépticos con el euro en toda Europa. Nada puede hacerse sin Alemania, y Ángela Merkel corre peligro de perder su coalición. Uno de sus miembros más nuevos, el partido Democrático Libre, derechista y muy a favor del euro, muy necesario para Merkel, podría ser incapaz de conseguir los votos indispensables para lograr representación parlamentaria si las elecciones fuesen hoy.

Y el ESM que mencioné antes tiene que ser votado y aprobado por los 27 países miembros del tratado, ya que habrá que hacer un cambio en el tratado que creó la UE. Creo que podría ser difícil llegar a una aprobación unánime, si ello significa que los países deben hacerse cargo de la deuda griega.

Uno de los motivos que suelen darse para prorrogar la deuda de Grecia es que eso impedirá una crisis del euro. No estoy tan seguro. Si permitieran que Grecia se retire, creo que se fortalecería el euro.

Pienso que, tanto Grecia como la UE estarían mucho mejor si Grecia entrara en default, pero eso no lo puedo decidir yo. Es un comentario, nada más.

Irlanda es una Historia Diferente

Morgan Kelly es profesor en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Dublín. A veces no es muy popular entre la clase dirigente, ya que les señala sus debilidades, pero tiene un excelente historial de certezas. Hace poco escribió un artículo devastador para el *Irish Times*, que se propagó como un virus en Irlanda. (http://www.irishtimes.com/newspaper/opinion/2011/0507/1224296372123_pf.html)

En él, señala básicamente que los irlandeses no pueden afrontar el pago de las deudas de sus bancos. Y sugiere que simplemente dejen de pagar. Su conclusión:

“El plan de salvataje original era que los portafolios de préstamos de los bancos irlandeses serían liquidados para cancelar estas deudas. Sin embargo, los bancos extranjeros saben que muchos de estos préstamos, en especial las hipotecas, irán finalmente a default, y no les interesó. En consecuencia, el BCE se encuentra con los bancos irlandeses incómodamente apretados mucho más arriba de sus cimientos y sin manera de desengancharlos.

“Esto permite que Irlanda salga del sistema bancario devolviendo los activos de Nama a los bancos y retirando los pagarés de allí. El BCE podrá conocer entonces la verdad económica elemental que si uno presta 160 billones de euros a bancos insolventes, con garantías de un país insolvente, ya no es más un acreedor: es el titular. En determinado momento, el BCE puede tomar una goma de borrar y, donde dice “Préstamo de Emergencia” en las cuentas de los bancos irlandeses, puede escribir “Capital”. Cuando decida hacerlo, será su problema, no el nuestro.

“De un golpe, el gobierno irlandés puede reducir su deuda a la mitad, a 110 billones de euros que pueden ser sobrevividos. Nada podrá hacer el BCE como represalia, sin que eso signifique un pánico catastrófico en España y en todo el resto de Europa. La única forma de respuesta de Europa es dejar de financiar al gobierno irlandés.

“Entonces la segunda alternativa de supervivencia nacional es volver a equilibrar de inmediato el presupuesto nacional. El motivo por el que los gobiernos tienen déficits en las recesiones es el de moderar las caídas pasajeras de la actividad económica. Sin embargo, nuestra crisis actual no es pasajera: Irlanda apostó todo a que los precios de las propiedades seguirían subiendo para siempre, y perdió. Endeudarse tanto para que funcionarios de alto rango como yo podamos seguir teniendo salarios que duplican los de nuestros pares europeos no tiene sentido, macroeconómico ni de otro tipo.

“Reducir el endeudamiento público a cero de forma inmediata no es indoloro, pero es la única manera de deshacernos de los tiburones prestamistas que están

decididos a ponernos de ejemplo. En cambio, la política actual del nuevo gobierno de estar por el suelo pidiendo limosna y esperar a que alguien se apiade de nosotros, no configura precisamente una posición negociadora enérgica. Si equilibramos inmediatamente nuestro presupuesto, ponemos el foco en el hecho de que

los problemas de Irlanda provienen casi exclusivamente de las actividades de seis bancos privados, al tiempo que somos libres de irnos de estas instituciones venenosas. Y lo que es igualmente importante, envía una señal al resto del mundo de que Irlanda – que hace 20 años demostró que un país pequeño era capaz de salir solo de la pobreza mediante la energía y todo el trabajo de sus habitantes, pero desde entonces cayó en manos de ladrones y de sus mediadores políticos – está de regreso y en serio.

“Por supuesto, todos sabemos que esto no sucederá jamás. Los políticos irlandeses están demasiado habituados a ser recompensados por Bruselas para empezar a combatirlo, aún si es cuestión de supervivencia nacional. Es más fácil que nos lleven con los ojos vendados hasta ponernos la soga al cuello y nos pateen al cadalso de la quiebra.

“La destrucción provocada por la quiebra no será solo económica sino política. Así como el salvataje de Lenihan destruyó a *Fianna Fáil*, la quiebra de Noonan acabará con el partido *Fine Gael* y el Laborista, dejándolos difamados y desconfiando de ellos, al igual que sus predecesores. Y eso dejará a Irlanda en la curiosa situación donde la crisis económica se tragó y escupió a todos los partidos constitucionales del país. La última elección fue tranquilizadamente opaca y previsible, pero la próxima, después del trauma y el caos de la quiebra, será cualquier cosa, menos eso.”

Coincido plenamente. Durante mucho tiempo he venido escribiendo que Irlanda no debía salvar a sus bancos. Simplemente no están en condiciones de afrontarlo. Díganle a la UE y a los bancos británicos que se vayan al diablo. Kelly tiene razón, significará recortes muy fuertes al presupuesto; pero como Islandia, cuando se negó a respaldar a sus bancos, será una recesión breve y después podrá volver el crecimiento. Los irlandeses tienen un carácter nacional muy diferente al de Grecia; y una vez que se compongan las cosas, no pasará mucho tiempo hasta que los mercados quieran volver a tomar deuda irlandesa. Rusia y Argentina, y otros países dejaron de pagar la deuda y en pocos años estaban de vuelta en los mercados de capitales. Irlanda también sería capaz de ello.

Estoy pensando muy seriamente en ir a Irlanda este verano simplemente para hablar con la gente de allí y ver con mis propios ojos lo que sucede. Irlanda suena mucho mejor que el calor de Texas en agosto.

Patear la Lata para Adelante

Los dirigentes europeos seguirán tratando de patear la lata para adelante. No me sorprendería que no hubiese una verdadera "crisis" este año. Pero hay un Juego Final. Y creo que involucra a los votantes y no solo a la dirigencia política. El hombre común puede creer que salvar a los países no es más que una forma solapada de salvar a los bancos a expensas de los contribuyentes y de la moneda. Si se tratara solamente de Grecia, podría ser. Pero es Portugal y España. Especialmente España. España es demasiado grande para que la salven. Amo a España; es uno de los países más hermosos y gentiles. Pero tiene problemas verdaderos. Quizás – quizás – los bancos han reducido 10% el valor de sus pérdidas relacionadas con la vivienda. Y debería ser algo más parecido al 40%, lo que hubiese vuelto insolventes a casi todos los bancos españoles, así que no las van a reducir. El desempleo supera el 20% y sigue en aumento. Como Irlanda, dejaron que el mercado inmobiliario huyera de ellos. Creían que alguien compraría todas esas viviendas que estaban construyendo. Y ahora tambalean en la recesión y es probable que caigan pronto, lo que hará mucho más difícil la recaudación de impuestos y el recorte de los gastos. Con cada punto de datos de este año, subirán los costos de la deuda española.

Cada nueva versión de la crisis espantará otra vez a los mercados de bonos. Cuando miramos las economías de los países de la periferia del euro, es difícil entender cómo harán para desenterrarse sin que eso signifique mucho sufrimiento y grandes recortes del gasto, lo que por supuesto, equivale a economías más lentas y más sufrimiento. Pero es la única salida, salvo que la zona del euro garantice básicamente toda la deuda durante un largo período, lo que significa pedirle a los votantes finlandeses, alemanes, holandeses y franceses que acepten hacerse cargo de más impuestos para pagar esa deuda. O significa una verdadera pérdida de la soberanía y el control de los países deudores. (Tal vez tenga que viajar también a Portugal. Otro país que todavía me falta visitar, y otra crisis para tomar nota de primera mano.) No creo que los países europeos entreguen de buen grado su soberanía nacional.

En última instancia, es una cuestión de elecciones. No se convierte en un asunto de altas finanzas y voluntad política por parte de los dirigentes europeos, sino en cómo se convence a los ciudadanos alemanes y a los holandeses prácticos (y demás) de que es necesario compartir algo del sufrimiento griego. Requiere convencer al pueblo irlandés de que asuman esa deuda bancaria, cuando ya le han dicho que no a los dirigentes. Me alegro de que no sea esa mi tarea.

Resumiendo, estamos ante la burbuja más grande de la historia, la burbuja de la deuda pública, traten de que no explote. Mi apuesta es que no podrá. Y si bien será un camino lleno de obstáculos, el mundo que reciban nuestros hijos estará mucho mejor cuando termine el proceso.

Filadelfia, Boston, Trequanda, Kiev, Ginebra, y Londres

El lunes que viene viajo a Filadelfia por una noche, después sigo a Boston y después, el otro domingo me voy a Italia para encontrarme con mis hijos en Toscana, en un pueblito llamado Trequanda. Estaré algunos días de vacaciones con ellos, y después me tomaré unas semanas de vacaciones de trabajo, durante las que trabajaré en mi nuevo libro y pasearé con amigos que pasen por allí. Realmente, estoy ansioso.

Después llevaré a mi hijo menor, Trey, a Kiev por un par de días, de allí a Ginebra para unas reuniones y conferencias, más un viaje adicional al Centro Europeo de Investigación Nuclear (CERN por su sigla en inglés). Después estaré un día en Londres como panelista invitado de *Squawk Box* en la CNBC. Si bien volar en Europa no es particularmente agradable (los asientos son pequeños y los costos de equipaje muy caros), los viajes suenan realmente bien.

La única desventaja de partir es que mis Dallas Mavericks podrían tener ganas de volver a estar en las finales de la NBA mientras yo esté en Europa. Tengo la dicha de haber conseguido buenas ubicaciones y me encanta el básquet profesional. Creo que es el deporte por equipos más hermoso. Lo que estos muchachos pueden hacer es sencillamente imposible para simples mortales. La semana que viene Dallas será local en dos partidos por el Campeonato de la División, y estaré allí. Me perdí la serie con los Lakers por estar de viaje. Vi el último partido Dallas-Lakers desde el Admirals Club en Los Ángeles, donde era la única persona feliz en todo el bar. Fue una verdadera paliza. Difícil de creer. ¿Se imaginan otra serie final Dallas – Miami? ¿Podrán superar a Chicago? Hay que amar este juego.

Me estoy tomando todo con más calma, no pongo el despertador y descanso todo lo que necesito. Y el médico me dijo que pronto podré volver al gimnasio, ya que el talón se está curando bien. Disfruten su semana.

Su analista, que trata de descifrar todo esto,

John Mauldin
John@FrontlineThoughts.com

Copyright 2011 John Mauldin Todos los Derechos Reservados

Copyright 2010 John Mauldin Todos los Derechos Reservados

Están autorizados a publicar este artículo electrónicamente o impreso siempre y cuando incluyan lo siguiente:

John Mauldin, autor best-seller y reconocido experto en finanzas, es también el editor de la carta gratuita Thoughts From the Frontline que se envía semanalmente a más de 1 millón de lectores.

Para más información sobre John o su carta semanal GRATUITA sobre economía, ir a:

<http://www.frontlinethoughts.com/learnmore>

Si desea reproducir alguno de los boletines electrónicos de John Mauldin, deberá incluir la fuente de su cita y una dirección de correo electrónico: criterias@criterias.com.ar

Los resultados pasados no son garantía de resultados futuros. existe un riesgo de pérdida como así también una oportunidad de ganancia cuando se invierte en fondos administrados.

Al momento de considerar inversiones alternativas, incluyendo fondos con cobertura, deberá tener en cuenta varios riesgos, incluso el hecho de que algunos productos: a menudo se comprometen en palanqueos y otras prácticas de inversiones especulativas que pueden aumentar el riesgo de pérdida en la inversión, pueden no tener liquidez, no están obligados a suministrar precios periódicos o información de valuación a los inversores, pueden implicar complejas estructuras impositivas y atrasos en la distribución de importante información impositiva, que no estén sujetas a los mismos requisitos legales que los fondos comunes de inversión, a menudo cobran tarifas más elevadas, y en muchos casos, las inversiones subyacentes no son transparentes y son conocidas únicamente por el gerente de inversión.

John Mauldin es también presidente de Millennium Wave Advisors, LLC, un asesor de inversiones registrado. Todo el material aquí presentado es considerado fidedigno, aunque no podemos asegurar su precisión. Todo el material representa las opiniones de John Mauldin.

Las recomendaciones de inversiones están sujetas a cambios, por lo que solicitamos a los lectores que consulten con sus asesores de inversiones antes de tomar decisiones de inversión. Las opiniones aquí vertidas pueden cambiar sin previo aviso. John Mauldin y/o el personal de Thoughts from the Frontline pueden tener o no inversiones en cualquiera de los fondos aquí mencionados. Mauldin puede ser contactado al teléfono 800-829-7273.



**Si desea Suscribirse a Nuestro Mailing
envíe un Mail a criterias@criterias.com.ar**

