

El doloroso camino de la frivolidad a la frugalidad

Jorge Suárez-Vélez
Guatemala, Guatemala
Enero 16, 2009

Enero 16, 2009
Guatemala

jorgesuarezvelez@yahoo.com

Diapositiva 1

JS1

Jorge Suarez-Velez, 04/01/2009

“La inflación del crédito – éxtasis, delirio, enriquecimiento fantástico. Deflación del crédito – depresión, crisis, remordimiento. Un estado sigue al otro. No hay escape porque uno es la causa y el otro el efecto.

Garet Garret, 1932, *Anatomy of the Bubble*

“La disrupción de nuestros mercados de crédito ya es de proporciones históricas ... pero, más importante, esta crisis ha echado a andar cambios sociales fundamentales, cambios que afectan nuestros hábitos de consumo, nuestros valores”.

Robert Schiller 2008, *The Subprime Solution*

El origen de la crisis

Enero 16, 2009
Guatemala

jorgesuarezvelez@yahoo.com

4



La abolición de Glass –Steagall creó una expansión de crédito sin precedente de 1980 a 2001.

- De 1960 a 1980 la razón deuda a ingreso familiar se mantuvo alrededor de 70%.
- En 2002 era 101%.
- En 2007 llegó a 140%/
- Hoy, 14% del ingreso neto después de impuestos se va a pagar interés y capital de lo que deben.
- Esto es más de lo que gastan en comida.



Al liberarse las comisiones en los setenta, las casas de bolsa dependen de su capital.

- En 1965, 61% de los ingresos provenían de comisiones. En 1990, 16%.
- Compensan con apalancamiento. En 1970, *Merrill Lynch* estaba apalancado 5 a 1; en 2007, 35 a 1.
- Dependen de capital para operar, para apoyar ofertas públicas, etc.



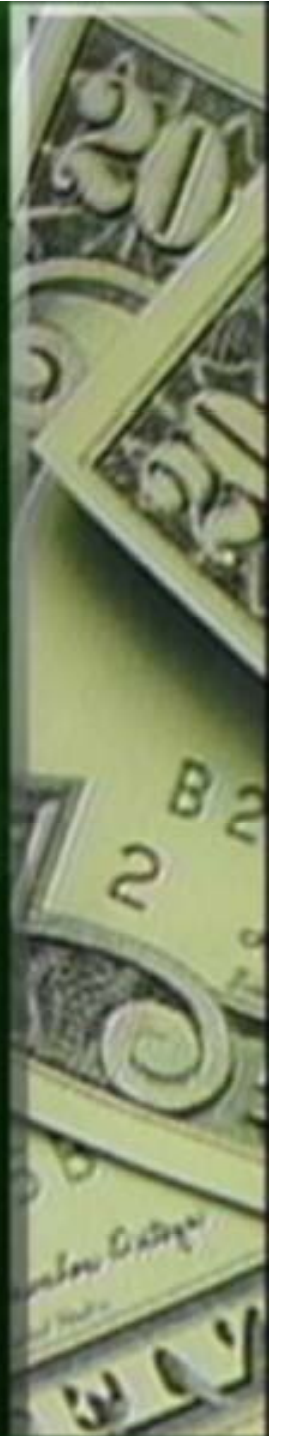
Eso provoca excesos en los sistemas de remuneración.

- Un operador o un banquero de inversión toman decisiones por mucho capital.
- Para *Goldman Sachs* en 2006:
 - 50% de los ingresos se fueron en compensación.
 - El empleado promedio ganó 662 mil dólares.
 - Los 25 mejor pagados ganaron más de 25 millones (el CEO: 54)



Los mercados crecieron también en forma desproporcionada.

1. El producto mundial asciende a 48.6 billones de dólares.
2. Los mercados accionarios suman 50.6.
3. El mercado de bonos 67.9.



El acervo de deuda en EUA creció en forma insostenible.

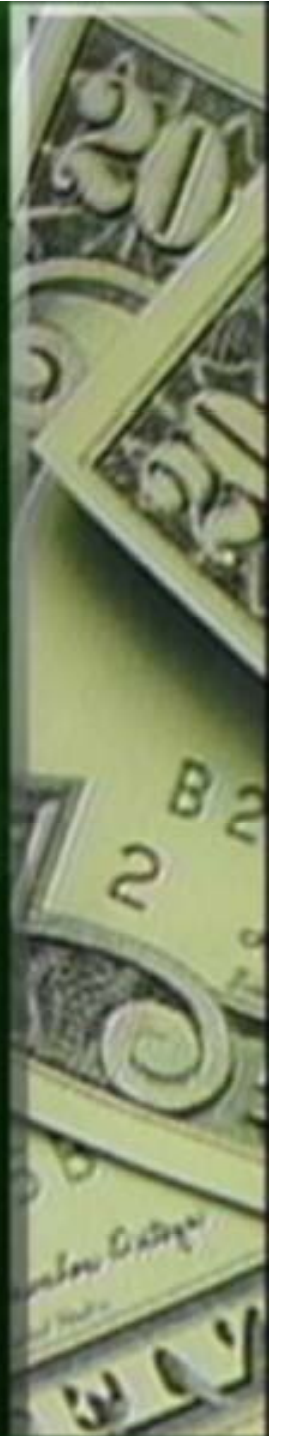
- En 1980 era 163% del PIB.
- En 2007 era 346% del PIB.
- El crecimiento se explica por dos fuentes:
 - La deuda de las familias creció de 50% del PIB en 1980 a 100% en 2007.
 - La del sector financiero, de 21% a 116%.



El consumo estadounidense
es 72% del PIB de EU, y
17% del producto mundial.

Los intermediarios/inversionistas no bancarios también han crecido.

1. En 1960, había 610 hedge funds que invertían 39 mil millones de dólares.
2. En 2006, había 9,462 hedge funds que invertían 1.5 billones de dólares.



Los bancos parecen mejor capitalizados de lo que están.

- Recurren a “Special Investment Vehicles” en paraísos fiscales.
- En 2006, *Citibank* tenía 2.1 billones de dólares en estos vehículos.
- En su balance tenían sólo 1.8 billones.
- Las “monoliners” aseguran 3 billones de activos con 34 mil millones de capital.



Se crean modelos para “compartir” riesgo que quitan transparencia.

- 60% de las hipotecas estaban titularizadas.
- Se emiten bonos hipotecarios
- Se rebanan.
- Los bancos del mundo participan en la bonanza.
- Se asume que los deudores se desapalancaran por precios.



Este entorno fomentó la creación de espejismos.

- Generó burbujas en diferentes mercados de activos.
- Éstas generaron la ilusión de riqueza.
- Ésta provocó una caída en la propensión a ahorrar, y una explosión en el consumo.
- El vigoroso consumo llevó a una enorme expansión de capacidad.



Transformando un bono hipotecario en una obligación de deuda colateralizada (CDO)

1. Pool de hipotecas



2. Se hace un pool con los pagos de capital e intereses en valores hipotecarios (MBS)

Calificación

AAA

Más seguro, menos tasa

AA

Menor calidad

A

Aún menor

BBB

Riesgoso

3. Se empaqueta valores hipotecarios en CDO's

Nueva calificación

AAA

AA

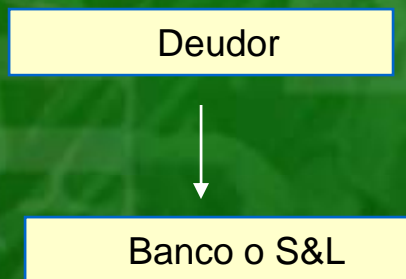
A

BBB

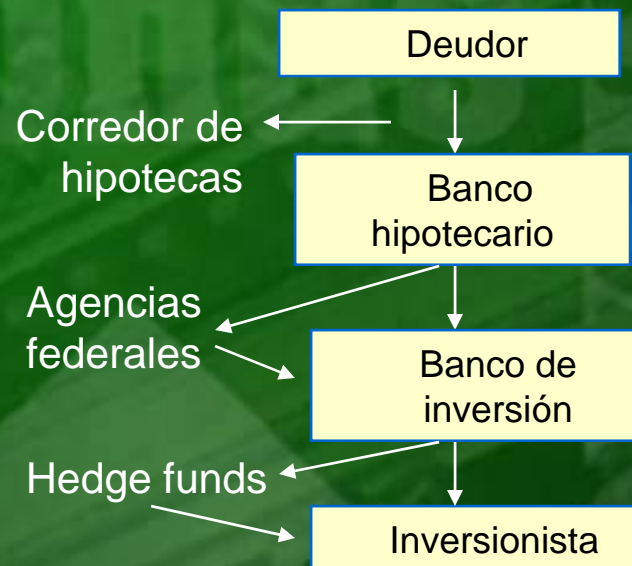
La deuda riesgosa absorbe pérdidas primero. Los segmentos más altos pueden recibir una calificación más alta que el valor hipotecario subyacente.

Nuevos intermediarios aceleraron el deterioro en los estándares de crédito.

Pre-1980s: Los bancos y S&L's originaban, mantenían y monitoreaban los préstamos.

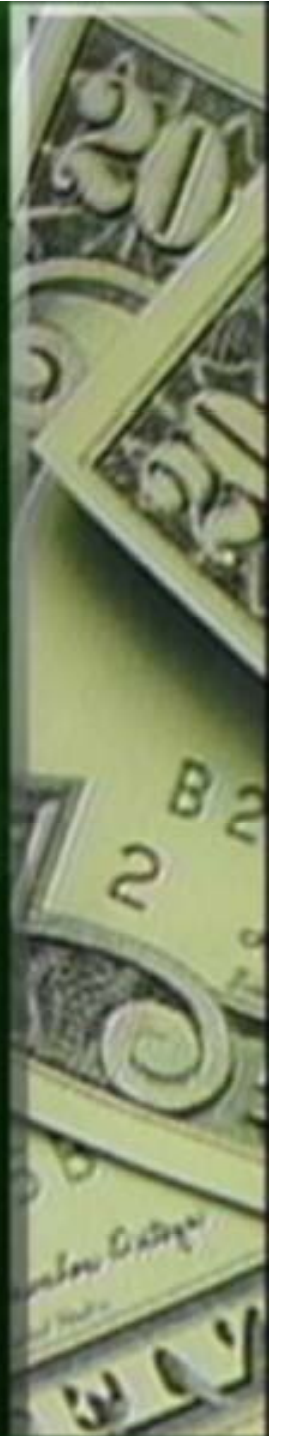


Desde entonces el mercado hipotecario se ha ido bursatizando.



Los precios dejan de subir a fin de 2006 y empieza el torbellino.

- Las hipotecas recientes revientan.
- La opacidad de los balances genera una corrida sobre los bancos.
- No se sabe quiénes son solventes.
- Los bancos se tienen que desapalancar vendiendo activos opacos es imposible capitalizarse.
- Los ahorradores evitan a los bancos frágiles.



Todo lo que viene se
explica, entonces, en una
palabra ...



Todo lo que viene se
explica, entonces, en una
palabra ...

DESAPALANCAMIENTO



El proceso virtuoso fue ...

80's

Aumenta capacidad de financiar proyectos

Las familias se empiezan a endeudar

Crece el "balance sheet" de las familias

Suben los precios de las inversiones en valores y propiedades

Crece el consumo

**Se Incorpora
mano de obra
de BRIC**

El proceso virtuoso fue ...

90's

Aumenta capacidad instalada

Se absorbe nuevas tecnologías

Crecimiento sin inflación

Suben los precios de los
valores Propiedades

**Se colapsa
Internet**

El proceso virtuoso fue ...

2001: Bajan tasas de interés a 1%

Boom inmobiliarios

2003: Bush firma el "*American Dream Downpayment Act*"
(5.5 millones de familias)

Surge "subprime", créditos NINJA, CDO's, etc

2007

**Cae Bear Stearns,
Lehman, AIG**

Madoff

**Colapso de
bienes raíces**

Ahora, todos esos procesos virtuosos que generaron el mayor crecimiento mundial en un periodo de cinco años entre 2001 y 2006, se van a invertir.

El ciclo que viene es ...

Desplome en la demanda

Enormes niveles de capacidad instalada ociosa

Desplome de la inversión privada

Crecimiento explosivo del

Deflación

El ciclo que viene es ...

Deterioro de carteras de crédito bancarias

Escasez de crédito

Gobiernos expandiendo su “balance sheet” para compensar





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

Enero 16, 2009
Guatemala

jorgesuarezvelez@yahoo.com

26

El ciclo que viene es ...

Deterioro de carteras de crédito bancarias

Escasez de crédito

Gobiernos expanden su “balance sheet”
para compensar

Baja la demanda especulativa por activos

Bancos e inversionistas buscan liquidez

Enero 16, 2009
Guatemala

jorgesuarezvelez@yahoo.com

27



El ciclo que viene es ...

Caída en el precio de los activos

Contracción del “balance sheet” de las familias

Aumenta la relación deuda/patrimonio.

Se incrementa la proporción marginal a ahorrar.

El consumo sigue cayendo.



El ciclo que viene es ...

Quiebran empresas.

Los gobiernos rescatan lo que no deben para “proteger” el empleo.

El déficit público crece exponencialmente.

Aumenta la emisión de deuda pública para financiarlo.

“Crowding out” del sector privado, crece su costo de financiamiento.



El ciclo que viene es ...



El banco central imprime para evitar presión deflacionaria.

Los inversionistas se indigestan con tanto papel en el mercado.

Eventualmente, exigen tasas más altas para compensar por deterioro crediticio.

La moneda pierde credibilidad.

Los inversionistas se refugian en activos, y generan inflación.








¿Y esto cuánto dura?

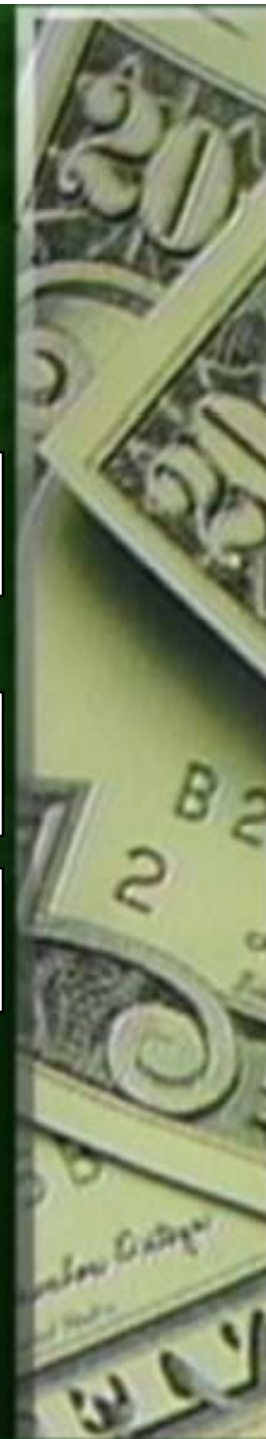
Enero 16, 2009
Guatemala

jorgesuarezvelez@yahoo.com

31

Estamos en el segundo round de tres.

- 2007 Colapso de mercado inmobiliario  5% del PIB
- 2008 Colapso de inversión privada “capex”  10% del PIB
- 2009 Colapso en el consumo privado  70% del PIB



El mundo entero está en recesión.

1. Los 30 países de la OECD están en recesión.
2. El pronóstico de la OECD es que EU crecerá -0.9% en 2009, Europa -0.5% y Japón -0.1%.



El mundo entero está en recesión.

1. Los 30 países de la OECD están en recesión.
2. El (optimista) pronóstico de la OECD es que EU crecerá -0.9% en 2009, Europa -0.5% y Japón -0.1%.



El mundo entero está en recesión.

1. Las exportaciones coreanas han caído 17%, las de Taiwan 38%, las de Hong Kong 5%, las de Alemania 10.6%.
2. El PIB chino mostró crecimiento negativo en IVQ08, la producción industrial de la India mostró su primera caída en 14 años, y Japón tuvo por primera vez en 28 años dos meses seguidos de déficit comercial.



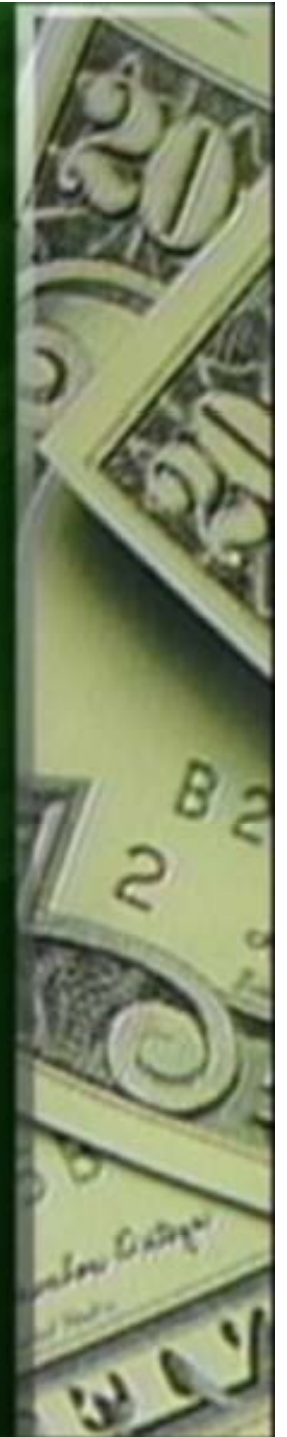
Se han frenado los dos motores del crecimiento mundial.

1. El gasto en consumo estadounidense
2. La inversión china, mucha de la capacidad instalada quedará ociosa.



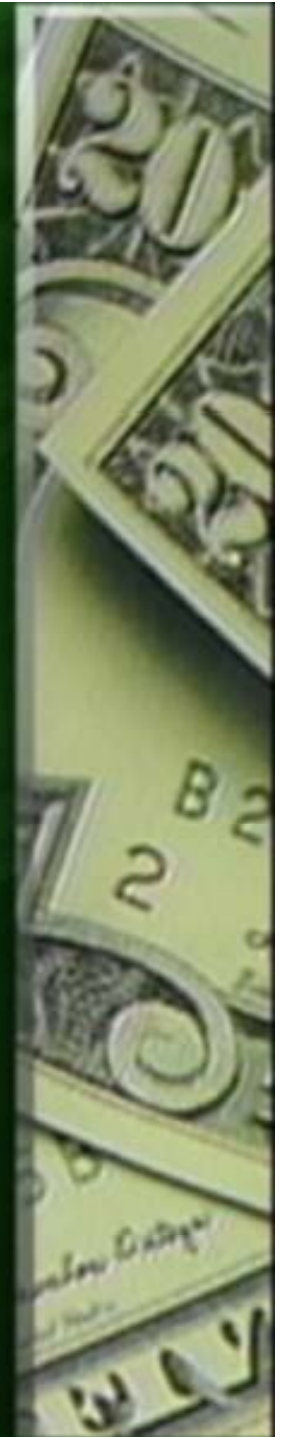
El proceso de desapalancamiento estadounidense será largo.

1. Tienen que contraerse los balances de los bancos.
2. Dada la ayuda “condicionada”, lo harán por la parte del crédito.
3. La economía mundial requiere de 4-5 dólares de crédito por cada dólar de crecimiento en el PIB.



El proceso de desapalancamiento estadounidense será largo.

4. La recapitalización apenas alcanza para el nivel de activos actual.
5. Viene aún el deterioro de crédito al consumo, corporativo, internacional.
6. Los bancos en EU y Europa tenían 5 billones de capital “tier one”. Les quedarán poco más de 3 para una cartera de crédito de 43 billones.

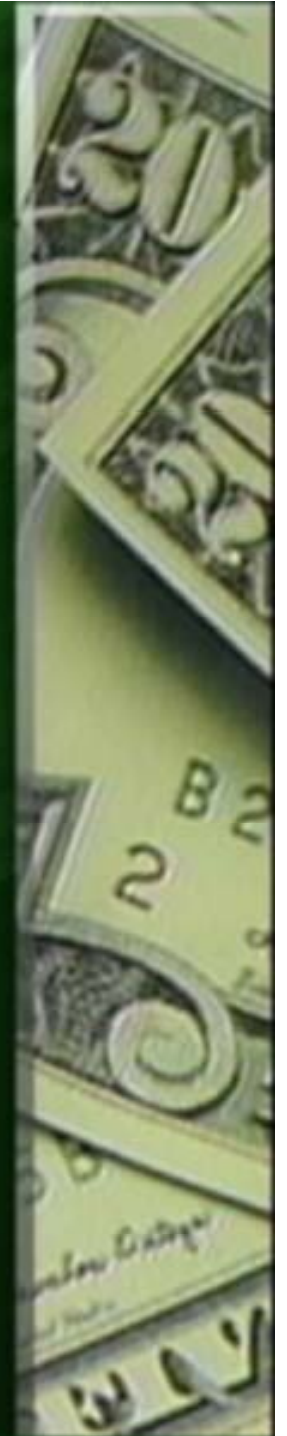


Stocks

Las pérdidas de la banca mundial pueden acabar ascendiendo a dos billones de dólares.

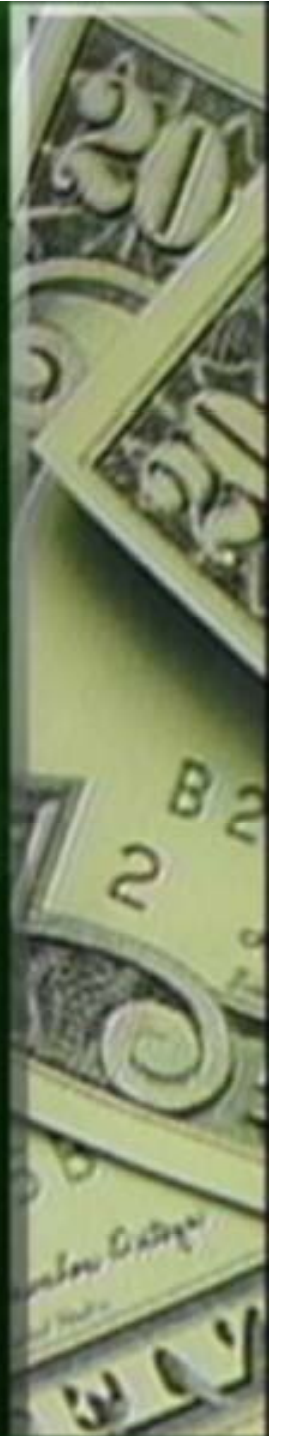
El proceso de desapalancamiento estadounidense será largo.

7. Falta un estímulo adicional de cuando menos 2X *TARP* para regresar a donde estábamos.
8. Los nuevos estándares regulatorios seguramente exigirán mayor capitalización.
9. Sería absurdo que el gobierno “obligue” a los bancos a prestar.



El enorme estímulo es una aspirina.

- ¿Cuánto llevamos?
 - Paquete febrero 168 mil m.
 - Fannie y Freddie 200
 - AIG 122.8
 - TARP 700 (17.4)
 - Plan Obama 775
- TOTAL 1.9 billones
- En términos relativos es enorme:
 - El Plan Marshall 115.3
 - La carrera a la luna 698
 - La Segunda Guerra 3.6 billones



Hoy hay menos sujetos de crédito.

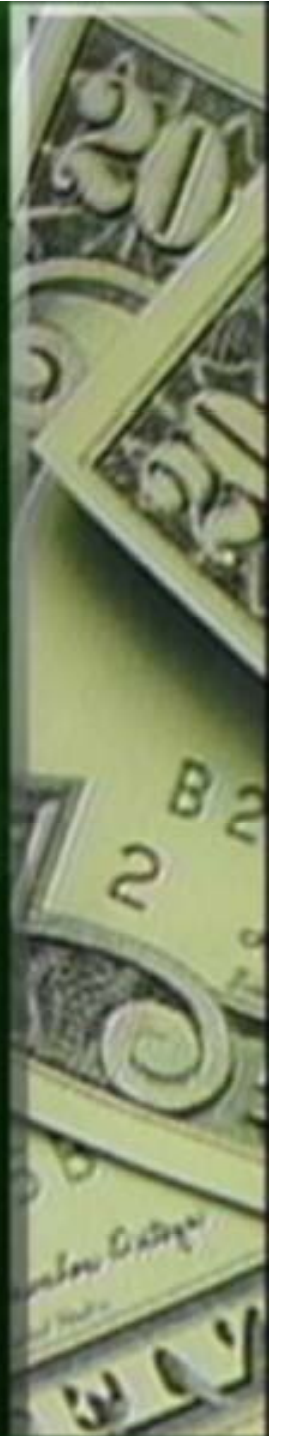
- 45% de las hipotecas que se refinanciaron en Q1 08 están nuevamente vencidas.
- El score de crédito promedio es de 690 puntos en este momento.
- Para una hipoteca a 30 años fija se requiere 760 mínimo, para comprar un carro 720.



La pregunta clave es si la caída en el consumo estadounidense es una tendencia temporal o secular.

No hay demanda rezagada por vivienda.

- 68% de las familias viven hoy en casa propia, históricamente han sido 64%.



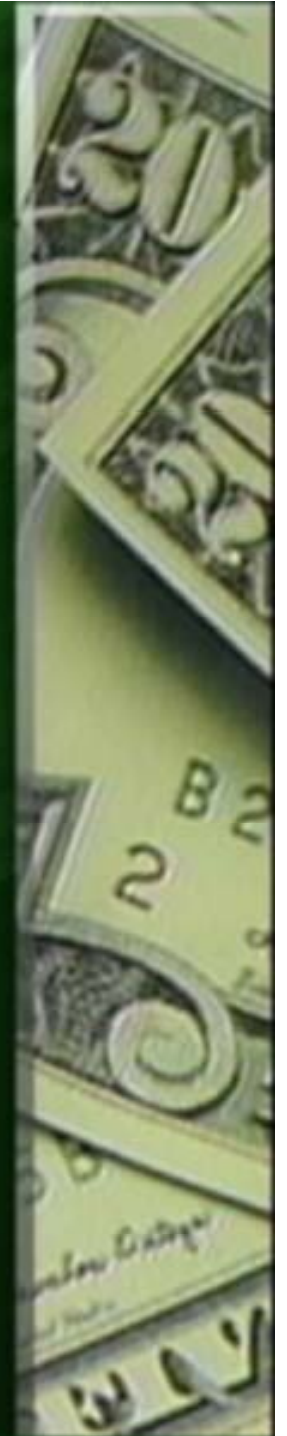
El patrimonio de las familias está devastado.

- La razón capital/precio de las casas está en su mínimo histórico: 44.7%.
- El patrimonio total bajó en 13 billones durante 2008.
- Los cheques que mandó Bush acabaron bajo el colchón. El ahorro aumentó de 0.2% a 2.8%.



El patrimonio de las familias está devastado.

- Pero era 8% antes de las burbujas.
- Las empresas están quitando su contribución a 401-K's.
- Es probable que el costo de educación aumente porque los "endowments" están golpeados.
- En Japón, el ahorro en 89 era 13% y bajó a 3%.



Su endeudamiento relativo está creciendo.

- En el tercer trimestre pagaron 29 mil millones de dólares de deuda.
- Hay once meses de venta de inventario de bienes raíces. Toma 9 meses vender una casa, y la demanda especulativa pasó de 25% a 3% del mercado.
- El precio de las viviendas va a seguir bajando, y es el activo más relevante para las familias.



Demográficamente, se acercan a edad de retiro.

- Entre 1946 y 1964 nacieron 78 millones de “baby-boomers”.
- En la crisis inmobiliaria de 1990 tenían edades promedio de 30 años. Ahora tienen 50.
- Pueden aguantarse sin hacer “ascensos” en sus bienes.



La familia promedio ya gastó de más.

- Las casas de empeño están haciendo su agosto, al igual que las agencias de cobranza.
- La familia promedio tiene 40 mil dólares de bienes duraderos (además de su vivienda)..
- La familia promedio tiene 2.2 automóviles.




La familia promedio ya gastó de más.

- 1.2 carros por cada persona con licencia.
- La demanda de automóviles está debajo de su nivel de reposición: 10 vs. 12 millones de autos.
- ¿Es “oportuno” rescatar a las armadoras de carros?



El consumo chino
compensará el
estadounidense

MITO



El consumidor chino es 2.8%
del producto mundial, el de
Estados Unidos más de
17%.

La situación china es delicada.

1. Se ha frenado el gasto en inversión y las exportaciones (80% del PIB).
2. La confianza del consumidor ha caído junto con la demanda de bienes duraderos.
3. La bolsa se desplomó y el mercado inmobiliario está cayendo.
4. Hay despidos masivos y cierres de industrias.



Los chinos quieren mantener a su economía creciendo a más de 8%.

1. El paquete de estímulo no es tan grande como parece (15%/PIB), aunque es enorme.
2. Se tiene que mover la inversión de bienes comerciables a no comerciables.
3. Mucha de la capacidad instalada quedará ociosa, por lo que no se les puede forzar a invertir.



El reto es fomentar “destrucción creativa”.

1. La mitad de las empresas que manufacturan juguetes han cerrado y un tercio de las que hacen calzado.
2. Buscan que el capital se reasigne hacia empresas que producen maquinaria y bienes de capital, y equipo de transporte.
3. Quieren que los salarios promedio aumenten.



Eventualmente buscan fomentar el consumo.

1. El consumo no va a reaccionar hasta que resuelvan el problema de salud pública.
2. Una tentación peligrosa es que devalúen el yuán para “exportar” su exceso de capacidad.
3. Un país que devalúa su moneda para subsidiar exportaciones crece a costa del desempleo del que compra.



Stocks

Hay enorme riesgo de que resurja el proteccionismo y se desate una guerra comercial.

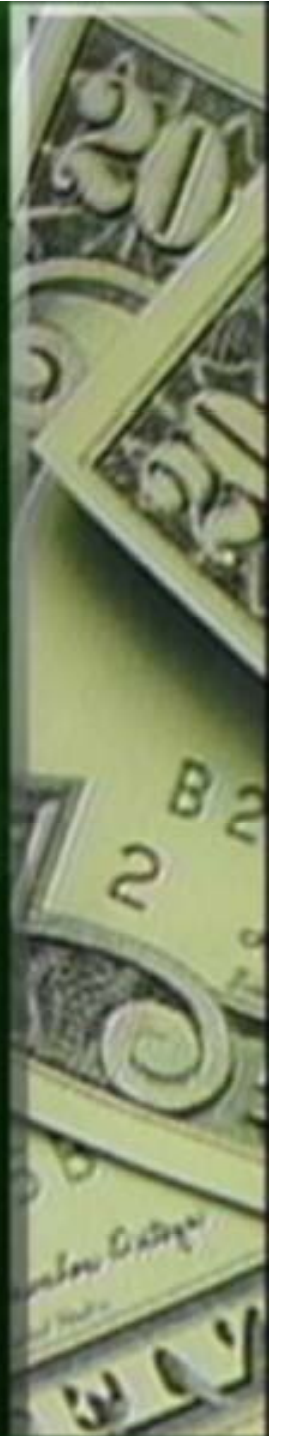
Los desbalances entre países deficitarios y superavitarios son excesivos.

- Los grandes exportadores petroleros generaron 813 miles de millones de superávit.
- China +399, Alemania +279, Japón +194.
- El mayor déficit es Estados Unidos 664 mil millones. Siguen España (10.1%/PIB), RU, Francia, Italia, Australia y Grecia (14%).



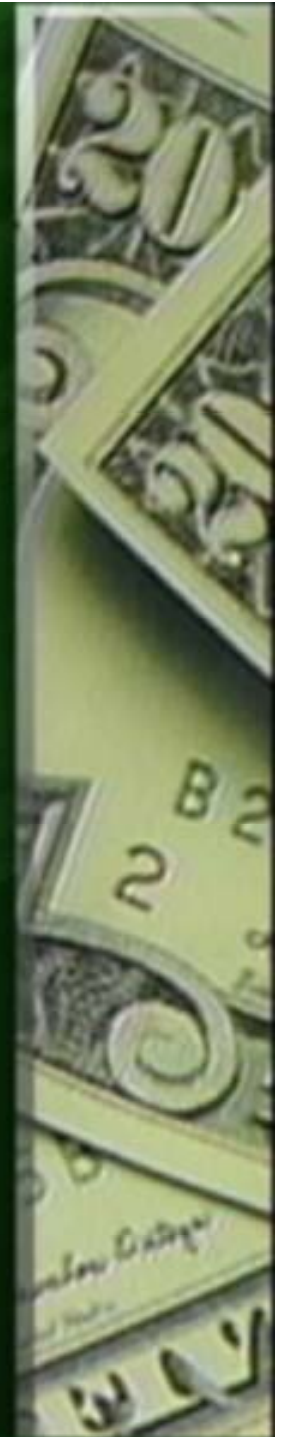
Hay un enorme desbalance entre países deficitarios y superavitarios.

- En 1929, EU tenía un superávit equivalente a 0.5% del producto mundial.
- Tenían el nivel de reservas más alto en la historia y financiaban los déficit de la cuenta corriente de sus socios.
- Después del desplome bursátil, Smoot-Hawley en 1930.



Hay un enorme desbalance entre países deficitarios y superavitarios.

- El comercio mundial se contrajo 70% en los años siguientes, generando una depresión mundial.
- Compete a quienes tienen capacidad excesiva tomar medidas para corregirla.



Pronósticos

Enero 16, 2009
Guatemala

jorgesuarezvelez@yahoo.com

61



Estaremos en un entorno deflacionario.

1. Estados Unidos puede tener una tasa de inflación negativa en 2009. La economía está ocho puntos por debajo de su “output” potencial,
2. Los niveles de desempleo seguirán creciendo para llegar a 9%.
3. El punto máximo de éste se alcanzará hasta 2010.



La economía estadounidense tendrá un crecimiento negativo entre 2% y 3% el peor desde 46.

1. Si bien el estímulo fiscal será enorme, el gasto en construcción en Japón en 95 fue de 8.3% del PIB y no fue más que un paliativo.
2. Los precios de los inmuebles caerán entre 10% y 20% en el año.



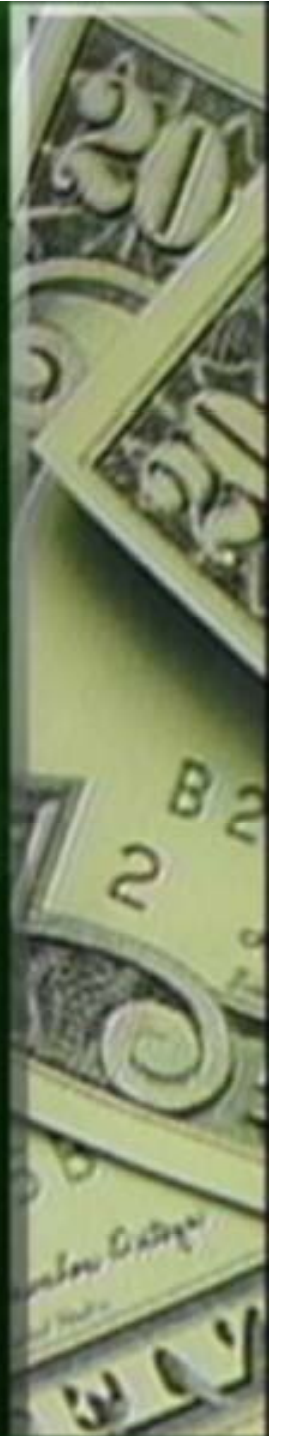
Los precios de energía han ayudado.

1. Pero a pesar de la fuerte baja en los precios, las cantidades demandadas no han aumentado.
2. Dependiendo de Irán e Israel, se pueden mantener bajos en 2009.



La situación para Europa será peor que para Estados Unidos.

1. La rigidez laboral creará problemas.
2. Resurgirá el proteccionismo en Europa.
3. Habrá fuerte presión sindical.



Continuará la volatilidad en las monedas.

1. A corto plazo, el dólar será la moneda que financie el “carry”.
2. El *Bundesbank* se seguirá imponiendo un rato más en Europa.
3. Se deteriorará el “balance” estadounidense, pero no estará en riesgo su condición AAA.



Las materias primas también presentarán volatilidad.

1. Las señales para el oro son mixtas.
2. Las materias primas industriales sufrirán más que las agrícolas.
3. Eventualmente, la elasticidad en la oferta hará que el precio del petróleo se recupere marginalmente.



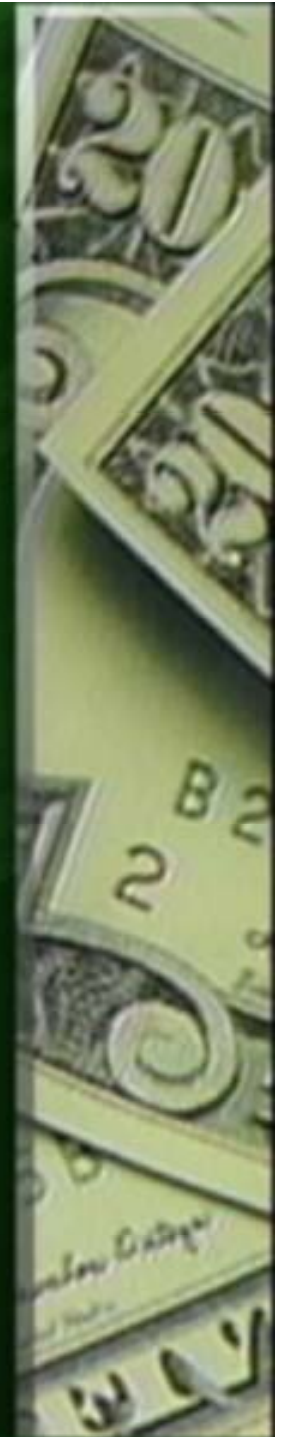
México y Centroamérica resultarán fuertemente afectadas.

1. El déficit en cuenta corriente va a aumentar.
2. El flujo de remesas continuará cayendo.
3. Habrá políticas anti-inmigrante, y una fuerte contracción en el sector de servicios.



La inversión en portafolios puede ser negativa este año.

- Hay opciones para invertir a tasas de hasta 24%, sin necesidad de salir de Estados Unidos.
- El crédito de margen bajó 37.6% en el NYSE en los primeros once meses del año.



La competencia por fondos será feroz.

- Brasil tiene que refinanciar 205 mil millones de dólares de deuda en el año, Rusia 605, India 257 y China 2,400.
- La emisión total de deuda soberana será tres veces lo que fue en 2008. Es una mala señal que Alemania no haya logrado colocar 6 mil millones de euros de deuda a diez años ayer.



Otros pronósticos puntuales.

- El dólar se fortalecerá conforme la tasa en euros baje.
- La libra estará a la par con el euro.
- La bolsa estadounidense regresará a sus mínimos (750 para el S&P).
- El desempleo en EU excederá 9%.
- Los bienes raíces caerán 20% más.
- La debilidad y consolidación bancaria continuará.



Los mercados reaccionarán
mucho antes que la
economía. 90% del
rendimiento se genera en
10% de los meses.

Pero no todo lo que bajó va a subir,
ni lo que bajó más subirá más.

1. En un entorno deflacionario hay que tener cuidado con el perfil de las empresas.
2. Es importante que tengan participación dominante en su mercado y que fijen precio.
3. El manejo de la deuda, en términos reales, es más complicado.

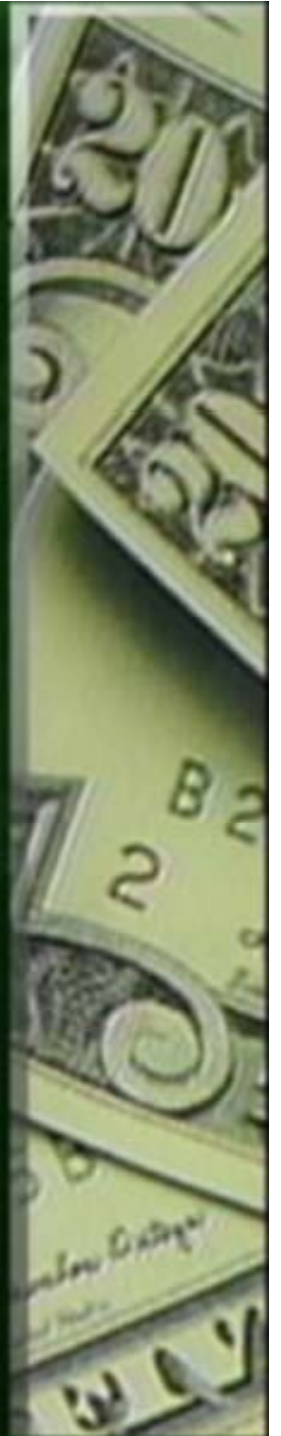


Las primeras oportunidades estarán en los mercados de bonos.

1. Instrumentos como los TIPS están castigados en exceso.
2. Están más baratos los bonos corporativos que las acciones.
3. La “curva” estará primero flat y después extraordinariamente empinada.



Habrá oportunidades de
inversión históricamente
atractivas.
El sol volver  a salir.
Recuerde, el punto más
oscuro de la noche es justo
antes del amanecer.



•
¡Muchas gracias!

Comentarios a:
jorgesuarezvelez@yahoo.com

