

Jorge Suárez Vélez



# LA PRÓXIMA **GRAN CAÍDA** DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Los desafíos de la crisis de 2012,  
el colapso chino y la oportunidad latinoamericana

# La próxima gran caída de la economía mundial

Los desafíos de la crisis de 2012, el colapso chino y la oportunidad latinoamericana

JORGE SUÁREZ VÉLEZ

## DEBATE

*A la memoria de mi papá, quien me dio el preciado regalo de la autoestima*

*A mi mamá, por su amor incondicional*

*A Miriam, socia en el proyecto más*

*importante de mi vida, por su generosidad*

*A Daniela, cuyo tesón me inspira todos los días*

*A Mariana, perenne fuente de jovialidad y cuya sensatez nunca deja de sorprenderme*

- [Este libro](#)
- [Introducción](#)

- Una crisis que se globalizó
  - TITULARIZACIÓN CREATIVA DE HIPOTECAS
  - LA ARROGANCIA DE WALL STREET
- La crisis en Europa
- El presente de Estados Unidos
  - LOS SINDICATOS ESTADOUNIDENSES
- La próxima gran caída de la economía mundial
  - LA RECAÍDA ESTADOUNIDENSE
  - BONOS
- Conclusiones
  - UNA OPORTUNIDAD HISTÓRICA
- Agradecimientos

## **Este libro**

La primera vez que intenté escribir un libro fue en 1988. En ese entonces, yo trabajaba en una casa de bolsa mexicana y presencié, desde la primera fila, lo que ocurre cuando se desarrolla una burbuja en un mercado financiero y el ciclo de sorpresa, pánico y cacerías de brujas que se suceden después de que estalla. En aquel momento, me propuse escribir un libro que hablara de las burbujas financieras que se hubiesen presentado a lo largo de la historia, con el fin de encontrar los elementos en común con ésta y definir las señales que nos pudieran alertar cuando se generara la siguiente. Abandoné el proyecto porque sentía que no estaba diciendo nada con mi análisis y pensé que al paso de los años adquiriría mejores herramientas para aportar algo. Lo que ha ocurrido en los posteriores 23 años no es que mi capacidad analítica haya aumentado sino que mis expectativas se han moderado. Ahora sé que no se trata de decir ni la verdad absoluta ni de abrirle los ojos a nadie. En este libro hago un ejercicio de

reflexión, a la vez que propongo algunos elementos útiles para entender no sólo qué pasó, sino por qué no ha terminado de ocurrir. Mi intención es que se comprenda que la reciente crisis económica mundial no ha sido una crisis aislada y ordinaria, sino un síntoma que revela serios problemas estructurales acumulados, que nos han puesto en situaciones de enorme dificultad política porque no entendemos cuán distinto es este mundo al de nuestros padres o abuelos.

Los lectores de este libro observarán que la presente obra no contiene gráficas ni tablas analíticas, y la función de las cifras que presento en este libro es expositiva, no técnica. Mi intención fue desarrollar una conversación en la cual ofreciera sin tecnicismos mi punto de vista, así como algunas herramientas conceptuales para comprender la crisis que se aproxima. Por lo tanto, éste no pretende ser un libro académico. A lo largo de los años, he tomado notas de la mayoría de los artículos, libros y ensayos que leo. No siempre he anotado las fuentes de las cifras que cito,

pero sólo tomo nota de aquellas que provienen de entidades que merecen mi respeto. Por otro lado, dado que no soy académico, tampoco tengo estudiantes o colegas que me hayan ayudado a hacer investigación. Todo lo he escrito yo y todo proviene de mis notas y el resultado de mis exploraciones. Desde luego, asumo totalmente la responsabilidad de lo que escribo. Por otro lado, ninguna idea que desarrollo en este libro es originalmente mía, porque ¿acaso hay algo que no haya sido ya pensado por alguien más?

Este libro es el resultado de 13 años de reflexión, en los cuales he elaborado comentarios semanales para **cnn** en Español y en las columnas que escribí, primero para el portal de internet Yahoo y después para la revista *Letras Libres*, en las cuales he dado mi opinión sobre una serie de distorsiones económicas que se han ido acumulando en el mundo. Afortunadamente, al haberlas hecho en medios públicos, hay abundantes testigos de lo que he dicho y de cuándo lo dije. Una y otra vez he tratado de explicar por

qué el origen de tales distorsiones no es coyuntural sino profundamente estructural. A lo largo del tiempo, analistas y medios, han dado atención e importancia a diferentes manifestaciones de esas distorsiones, pero ignoran —en forma intencional o involuntaria— el fondo de los problemas. Es de estos problemas de los que me propongo hablar.

A fines de los años noventa hablé, semana tras semana, sobre por qué me parecía que los inversionistas se confundían al pensar que la fascinante adopción de la nueva tecnología alrededor de la internet —que, sin duda, iba a revolucionar nuestras vidas— no justificaba las valuaciones que el mercado le asignaba a las primeras empresas que intentaron lucrar con ésta. Después de que esa burbuja reventó, hablé una y otra vez sobre el creciente riesgo implícito en el enorme otorgamiento de crédito, que llevaría al nacimiento de la burbuja inmobiliaria. Una vez más, hablé semana a semana sobre por qué ésta iba a reventar y por qué su efecto iba a ser mucho

más extenso de lo que se pensaba.

A veces tengo la percepción de que llevo 13 años de ser ave de mal agüero. Pero lejos de lo que mucha gente cree, no soy una persona ni remotamente pesimista. Estoy convencido, eso sí, de que lo peor está por venir y, desde luego, no miro esa posibilidad con gusto, pues muchas personas resultarán afectadas. Alguna vez, hace años, una amable señora argentina me abordó en un restaurante en Buenos Aires para decirme que un pesimista no es más que un optimista bien informado. Confieso que hasta ese momento no me había dado cuenta de cómo se me percibía. En el otro extremo, un buen amigo mexicano me dijo hace un par de meses algo así como: "...otra vez, Jorge, llevas años hablando del escenario horrible que viene y sigue sin ocurrir". ¿De verdad? ¿Hay todavía quien piense que no ha pasado nada grave? En este caso me pregunto qué tendría que ocurrir para que mi amigo crea que el pesimismo era "justificado".

Mientras escribo esto, hay alrededor de 210 millones de personas desempleadas en el mundo. Tan sólo en Estados Unidos hay 25 millones de seres humanos sin un empleo o involuntariamente empleadas en forma parcial. ¿Qué tendría que pasar para que mi amigo se asuste? ¿Tiene que ver sangre o un holocausto nuclear?

En Estados Unidos hay 3.7 millones de propiedades inmobiliarias vacías y otras tantas que están en proceso de estarlo porque se encuentran en medio de un proceso de embargo por parte de los bancos que otorgaron créditos para adquirirlas y otras 2.4 millones tienen menos de 5% de capital<sup>1</sup> como colchón. Me parece que la situación de la economía mundial es como la de un vaso que está justo en la orilla de una mesa en medio de una concurrida fiesta infantil: es sólo cuestión de tiempo para que alguien lo derribe.

Ustedes podrían preguntarme por qué debe importarles cuánto vale una casa en Phoenix o en Las Vegas si se encuentran plácidamente sentados

en su casa en México o en algún otro país latinoamericano. Les debe importar porque lo que hace que esta situación sea inestable es el hecho de que los precios de los inmuebles estadounidenses están en este momento en el centro de la economía mundial. Me explico: ¿Han oído hablar del “efecto mariposa”? Se trata de una metáfora que utilizan quienes estudian teorías de caos para ilustrar cómo un pequeño evento puede tener un gran alcance. El aleteo de una mariposa en Brasil puede provocar pequeños cambios en la atmósfera que lleven al desarrollo de un tornado en Texas. En este caso, quizá la pequeña mariposa no ilustra el peso relativo del mercado inmobiliario estadounidense y habría que compararlo en algo así como un “efecto pterodáctilo”.

En mi opinión, el elemento faltante en el análisis de los *metaoptimistas* (aquellos que van de optimismo en optimismo sin importarles la evidencia que los rodea) es que seguimos sin recuperarnos a pesar de que hemos visto el

mayor estímulo económico paliativo que se ha dado en la historia de la humanidad. Tan sólo la inyección de liquidez que ha hecho el Banco de la Reserva Federal estadounidense es, a dólares de hoy, alrededor de 20 veces el valor de todo el Plan Marshall que se ideó para financiar la reconstrucción europea tras la segunda Guerra Mundial. Es decir, estamos en terreno virgen, pues nunca había habido un banco central que imprimiera de golpe cerca de 20% del producto interno bruto (**pib**) de un país (menos aún el país más poderoso del mundo, que representa alrededor de la cuarta parte de la economía mundial), con el objetivo principal de comprar bonos en el mercado con esos recursos y contribuir así a mantener bajas tasas de interés. Y lo lograron. La tasa de una hipoteca a 30 años llegó a su punto más bajo en la historia al llegar a 4.17% en noviembre del año pasado. Y, a pesar de ese colosal impulso, los precios de los inmuebles siguen cayendo.

La pregunta, entonces, es: ¿Qué va a pasar cuando

el banco central retire la liquidez que ha inyectado? La respuesta es, a mi juicio, evidente: inmediatamente subirán las tasas de interés. ¿Y qué le pasa a los precios de las casas cuando aumenta el precio de una hipoteca? El precio baja, pues los potenciales compradores se fijan mucho más en el monto del pago mensual que tendrán que hacer por su crédito hipotecario, que en el precio total del inmueble adquirido, lo verdaderamente importante.

¿Pero por qué debe ser esto motivo de preocupación para quien sea que no viva en Estados Unidos? Porque el cimiento central en el que se ha apoyado el consumo estadounidense ha sido la riqueza virtual que experimentan quienes ven cómo se revalúa el principal activo que poseen: su casa. La vertiginosa alza que vimos en el precio de los inmuebles encubrió una compleja realidad social: la desigualdad económica se ha acelerado en las últimas décadas. El 1% más rico de la sociedad estadounidense recibía 8.9% del ingreso nacional

en 1976 y recibió 23.5% en 2007.

Según Raghuram Rajan, autor de *Fault Lines, How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, 58 centavos de cada dólar de crecimiento económico en esos 21 años fueron a parar al 1% más rico de la sociedad estadounidense. Como él mismo dice, resulta espectacular pensar que el famoso manejador de *hedge funds* John Paulson ganó 3 700 millones de dólares en 2007<sup>2</sup> y que eso es 74 000 veces lo que gana alguien que está en la mediana de ingreso estadounidense. Pero es quizá más relevante ver que alguien que está en el percentil 90 ganaba tres veces lo que alguien en el percentil 50, pero en esos 21 años esa diferencia creció cinco veces.

Esa diferencia refleja, en la opinión de Rajan y en la mía, el deterioro en un sistema educativo capaz de preparar bien al estrato superior de la sociedad, pero cada vez más deficiente para educar a las masas, en un momento en el que los mercados se han desregulado y globalizado,

propiciando competencia en todos los niveles. Y la educación se deteriora conforme los sindicatos de trabajadores de la educación en Estados Unidos luchan por mantener sus privilegios, por encima de asegurar que haya gente cada vez más capaz y preparada en tan importante profesión, situación similar a la que provocan los gremios de educadores en América Latina. Ésas son las razones estructurales de fondo que están detrás de la disparidad en el ingreso. Ante la incapacidad de resolver el problema educativo, lo cual tomaría décadas, los políticos han tratado de aliviar el problema permitiendo que, si bien la gente no gane más, pueda consumir más, y para hacerlo le han abierto la llave del crédito.

Algunos analistas situados a la izquierda dirían que el deterioro en la distribución del ingreso se debe a la caída en la tasa marginal del impuesto sobre la renta en Estados Unidos. En los años cincuenta y sesenta, se pagaba una tasa de hasta 91%, la tasa máxima en la actualidad es 35%. Pero quienes creen que los impuestos serían

la herramienta fundamental para redistribuir se equivocan, pues no consideran dos elementos. Primero, que el rico es siempre móvil. Puede irse a jurisdicciones que lo recibirán con los brazos abiertos en las cuales pagará mucho menos impuestos, como lo fue el Reino Unido en la última década. Segundo, que el individuo rico y las empresas ricas siempre pueden hacer planeación fiscal extraordinariamente efectiva. La empresa General Electric, por ejemplo, presentó declaraciones de impuestos en más de 7 000 jurisdicciones a nivel global en 2009. Su pago total de impuestos en Estados Unidos fue 0.00. Generaron pérdidas fiscales en Estados Unidos por 408 millones de dólares debido a que acreditaron beneficios fiscales por 1 100 millones que provenían de alta depreciación de bienes de capital, generación de energía limpia aprovechando subsidios gubernamentales, etc. Y, a pesar de que generaron utilidades a nivel global por 10 800 millones de dólares, las diferirán indefinidamente para evitar

pagar impuestos. Esto les llevará a litigar en muchas de las jurisdicciones en las que trabajan, pero tienen con qué hacerlo. Los ricos siempre tienen cómo evitar el pago de impuestos, a veces en forma creativa. Henry Paulson, por ejemplo, quien fuera ceo (director general) de

Goldman Sachs, se ahorró un par de cientos de millones de dólares de impuestos cuando fue nombrado secretario del Tesoro. Tenía alrededor de 700 millones de dólares en acciones “restringidas”<sup>3</sup> de Goldman Sachs que había recibido en esquemas de compensación diferida y éstas quedaron liberadas cuando recibió el nombramiento, pues no podía mantenerlas debido al potencial conflicto de interés. Debido a que no tenía otra alternativa más que vender, se le condonó el pago del impuesto que hubiera provenido de la venta. Por ello, estoy convencido de que los impuestos al ingreso no siempre son útiles y que, a la larga, sólo un impuesto generalizado al consumo es eficiente, además de

un impuesto bajo y parejo (*flat*) a todos los niveles y sin posibilidad de deducción alguna. Es más, estoy convencido de que todos debemos pagar impuestos, desde el más rico hasta el más pobre, de acuerdo a nuestras posibilidades, pues sólo así tendremos el incentivo para exigir que el ejercicio del gasto público se dé con eficiencia.

De lo contrario, un alto porcentaje de la población simplemente estira la mano esperando ayuda que proviene de los recursos de otro y eso, a la larga, simplemente no funciona porque es semilla de corrupción y de los delirios mesiánicos que aquejan a los políticos.

Pero sigo sin dejar claro por qué ese estadounidense menos educado y más endeudado debería preocuparle a alguien en Chile o en Colombia. La razón tiene que ver con que el colosal consumo estadounidense asciende a entre 17 y 20%<sup>4</sup> del ingreso de la humanidad. El gasto de ellos es el ingreso del resto. Cuando compran un televisor, están pagando por partes chinas,

mano de obra mexicana, transportación japonesa, marcas coreanas y transportistas y vendedores al menudeo estadounidenses; si el potencial comprador se queda en casa porque se siente más pobre porque bajó el precio de su morada, toda la cadena sufre. En algún momento, si ellos dejan de comprar lo que importan del resto del mundo (casi dos billones de dólares al año), las manufacturas chinas sufren, por ejemplo, y eventualmente también quienes les suministran materias primas y recursos naturales a los chinos.

Pero si lo que asumo es que las tasas de interés son el catalizador del desastre, ¿por qué no dejarlas donde están? Porque los números simplemente no dan. En Estados Unidos se discute el presupuesto fiscal para 2011 y el debate alrededor de éste es de una pobreza y miopía que en algún momento figurará en los libros de historia. Se comparará al habitante de Pompeya que se rehusaba a irse de su casa a pesar de escuchar el rugir del Vesubio, seguro de que un milagro ocurriría. Además, en 2012 veremos

monumentales vencimientos de deuda que fue contratada por entidades públicas y privadas en Estados Unidos, Europa y otros países. Resultaría un poco inocente pensar que las nuevas colocaciones con las que se pagarán esos vencimientos se harán a niveles similares. La competencia por crédito será enorme y ésta se reflejará en mayores tasas.

Estados Unidos está registrando su tercer año consecutivo de déficit fiscal de alrededor de 10% del tamaño de la economía. Es decir, que el gobierno gasta 10% más de lo que recauda en impuestos y otros ingresos. Pero eso no es lo grave. Lo que sí lo es, es el hecho de que se resisten a hacer un cambio estructural que es absolutamente indispensable. Cuarenta y cuatro por ciento del gasto público estadounidense será para pagar por *entitlements* (obligaciones que ha contraído el gobierno como el pago de pensiones del sistema de Seguro Social y el pago de los sistemas de cuidado médico para personas mayores, *Medicare* y *Medicaid*). Otro 31% se va

en el pago de intereses sobre la deuda (7%) y en gasto militar (24%). Sólo una cuarta parte del presupuesto total es “discrecional”, en el cual entran educación, infraestructura, apoyo a la vivienda, etc. Toda la discusión se da alrededor de qué hacer con el gasto discrecional. Sorprendentemente, aun si no hubiera gasto discrecional alguno, la economía estadounidense seguiría mostrando un faltante de 700 000 millones de dólares al año.

Por si fuera poco, a la deuda federal de 9.1 billones de dólares (62% del **pib**) hay que sumarle entre dos y tres billones por las quiebras del sistema de préstamos a estudiantes y de las agencias federales como Fannie Mae y Freddie Mac, 7.9 billones de obligaciones de pensiones del sistema de Seguro Social que no están reservadas, 22.8 billones de obligaciones del sistema de *Medicare* no reservadas y 35.3 billones del sistema de *Medicaid*. Y cabe subrayar que esta estimación es muy conservadora pues se hace solamente contando el valor presente

descontado de las obligaciones futuras, descontándolas a una tasa de “inflación más un punto porcentual”. En realidad, veremos un incremento mucho mayor en el costo de la provisión de salud debido al avance de la ciencia médica (del cual hablo más adelante), al incremento en la esperanza de vida y al empobrecimiento de la población que dependerá más de estos sistemas.

Como dice Bill Gross, el **ceo** de Pimco (la mayor empresa inversionista en el mercado de bonos en el mundo), si el gobierno de Estados Unidos fuese empresa, su desmesurado pasivo, la mayoría del cual está “fuera del balance contable”, haría que se le valuara con un valor contable negativo de entre 35 y 40 billones de dólares, pues produciendo 14.6 billones al año debe alrededor de 65 billones.

¿De verdad creemos que tan colosal pasivo puede financiarse con tasas de interés bajas? Mientras un bono estadounidense a cinco años paga una tasa de

2.25%, veamos lo que ha pasado con Portugal, Irlanda o Grecia. Se financian a tasas de 9.53% a cinco años, 10.98% y 14.37%, respectivamente (a fines del primer trimestre de 2011). Claramente, los mercados no creen que podrán hacerle frente a sus obligaciones, y mientras menos crean más probable es que no puedan pagar pues ese escepticismo se refleja en mayores costos. En Estados Unidos, en el mejor de los casos, lo financiarán a tasas sustancialmente más altas a las actuales; en el peor, no podrán financiarlo porque los posibles acreedores empezarán a preocuparse no por la capacidad de repago, pues —a diferencia de Portugal, Irlanda y Grecia— siempre pueden recurrir a imprimir dólares, sino porque esos dólares impresos comprarán cada vez menos internacionalmente, conforme la abundancia del dólar provoque que éste se devalúe respecto a las otras monedas del mundo. Si no se resuelve pronto el colosal problema estructural de la deuda estadounidense, este país va a hacer su propia versión de una moratoria y lo harán pagando “pesos a tostón”,<sup>5</sup> como se dice en

México. Es decir, que pagarán con una moneda tan devaluada que será el equivalente a que hayan recibido del acreedor un descuento sobre lo que deben.

Si las tasas de interés suben, las hipotecas suben; si éstas suben, los precios de los inmuebles bajan; si éstos bajan, los bancos volverán a descapitalizarse y el crédito desaparece, el consumo se desploma, la economía de los países que les exportan también y estamos en la segunda caída en la crisis, el temido *double dip*.

A mi juicio, ese destino es inevitable.

Les sorprenderá, sin embargo, que afirme que ese desenlace es el mejor posible si ocurre pronto. Es de tal magnitud la crisis estructural que presentan no sólo Estados Unidos, sino Europa, China e incluso América Latina, que sólo por el miedo a las consecuencias lograremos el entorno político que permita discutir los amargos e indispensables

remedios.

Sí, Europa sigue rehusándose a ver la gravedad del problema que afronta y es un hecho que veremos una moratoria en el pago de la deuda griega, irlandesa, portuguesa y la extensión del problema a países como España. Los países de la periferia europea están siendo ahogados por las onerosas imposiciones de los países ricos y sucumbirán ante el desmesurado peso de su deuda. En el caso de Grecia, llegará a 160% del **pib**, 125% en Irlanda y 100% en Portugal. En el caso de China, vemos los últimos y desesperados intentos de mantener un alto ritmo de crecimiento basado en una exagerada inversión en activos fijos como resultado de la formación de la mayor burbuja en la historia de los mercados financieros, la del mercado inmobiliario chino. Los políticos chinos se creen capaces de desinflarla poco a poco, como si fuese posible sacarle “un poquito” de aire a un globo utilizando una aguja pequeña. Mientras tanto, pudieran tener inflación real (no oficial) de hasta 15% debido al reflejo de

la abundancia de crédito combinada con el encarecimiento de alimentos por el cambio climático y los problemas en Medio Oriente y el norte de África. ¿Y América Latina? Nuestra región, como siempre, sigue creyendo que puede mantenerse al margen de toda esa debacle, pensando que los cambios estructurales que nos tocan —combate a la corrupción, construcción de un Estado de derecho, flexibilización de nuestros mercados laborales, profunda mejora de los sistemas educativos, inversión estratégica para el desarrollo de competitividad— son pequeños temas optativos. La fuerte demanda que proviene de las burbujas de otros países (China) nos ha hecho suponer que la demanda por nuestros recursos naturales y su alto precio son una nueva e inmutable realidad.

En este siglo **xxi** que empieza, la peor crisis será el mejor aliciente para tomar medidas serias. Claro, también existirá el riesgo de que surjan populistas que ofrezcan pociones mágicas que resuelvan todo sin necesidad de sacrificio.

Pero, insisto, soy esencialmente optimista. Creo que los líderes y los grandes estadistas surgen en los momentos en los que se les necesita. En la medida en que la crisis venga pronto, se podrá resolver con medicinas amargas; a la larga, se requerirá de amputaciones.

Recordemos que las mayores innovaciones del mundo y muchas de las empresas líderes han surgido en momentos de incertidumbre y recesión. A veces, la comodidad que ofrece el *statu quo* es el peor enemigo del esfuerzo. Hay que ver lo que viene como lo que es: la mayor oportunidad que ha habido en generaciones.

Los invito a que lean este libro como un largo ensayo sobre la economía del mundo y los retos que se aproximan, más que cualquier otra cosa. He aquí una invitación a pensar sobre el futuro de nuestro bienestar económico.

## Introducción

En septiembre de 2008 se declaró la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers. En ese momento, llegó a su punto climático la crisis económica mundial que había empezado a manifestarse desde la quiebra del banco inglés Northern Rock un año antes y que se confirmó con la absorción por parte del banco estadounidense **jp** Morgan del banco de inversión Bear Stearns en marzo de ese mismo año. En aquel mes de septiembre, la Reserva Federal estadounidense anunció la creación de un fondo de 85 000 millones de dólares para apoyar a la aseguradora **aig**, una de las mayores empresas del mundo y que desde abril de 2004 era parte del privilegiado grupo de 30 empresas que componen el índice Dow Jones. Se corroboraba que el mundo vivía la peor crisis financiera desde la Gran Depresión que comenzara con el desplome bursátil a partir de octubre de 1929.

Como siempre ocurre en un mundo cuyo ritmo

parece ser prescrito por CNN, se hizo embonar una crisis global y con raíces profundas, en un ciclo de 24 horas de noticias que no admite demasiada reflexión o análisis. Se intentó calificar —como siempre se hace— a una situación que fue cincelándose golpe a golpe, como si hubiese sido el resultado de los eventos del día, semana o mes anterior, cuando podemos rastrear sus antecedentes por décadas.

El primer objetivo de este libro, entonces, es subrayar algunos de los orígenes de una realidad compleja que —como una tormenta perfecta— ha tomado elementos de diferentes acontecimientos no relacionados entre sí, pero cuya combinación incrementa su capacidad destructiva. Sin embargo, si bien es necesario mirar hacia atrás, pues la historia nos sirve como espejo — como dicen los chinos—, creo que también es importante hacer un esfuerzo por anticipar cómo van a evolucionar las diferentes variables, no con el morboso objetivo de alarmar, sino con el propósito de propiciar una

adaptación efectiva a una realidad que será radicalmente distinta al entorno del cual venimos.

Ése es, quizá, el mayor error que se está cometiendo en la forma de confrontar esta crisis. Se le sigue tratando como si fuese un trance coyuntural, una recesión cíclica que es más severa que lo usual, pero de la misma naturaleza; no lo es. Mientras más tardemos en darnos cuenta de las características profundamente estructurales de lo que estamos viviendo, menos margen de maniobra tendremos. Tenemos que aprender que la revolución tecnológica que se ha manifestado gradualmente en toda la humanidad impone nuevos retos y, potencialmente, grandiosas oportunidades. Pero, antes que nada, tenemos que saber simplemente que las recetas que antes funcionaban a la perfección en el comal son totalmente inadecuadas para el horno de microondas.

Las actitudes que por décadas han asumido numerosos gobiernos son, cuando menos, inverosímiles. En Estados Unidos —y mucho más en Europa— el paradigma del “Estado benefactor” se ha arraigado peligrosamente. Originalmente, el concepto de retiro estaba diseñado para que alguien que hubiera trabajado toda su vida pudiera gozarlo durante los últimos años de su existencia. Cuando la edad de retiro se fijó en Estados Unidos a los 65 años, la esperanza de vida era de 63; ahora es de más de 78. En algunas profesiones —un policía, por ejemplo— es posible retirarse a los 50. Eso quiere decir que es enteramente probable que haya muchos casos en los que alguien estará más años viviendo de su retiro de los que estuvo activo. No hay Estado, por rico que sea, que aguante eso (a no ser que el retirado viva exclusivamente de lo que él mismo logró acumular de ahorro durante su vida económicamente activa).

Por si fuera poco, la ciencia ha evolucionado a pasos agigantados. Ha habido cambios

fundamentales que han llevado al desarrollo de la llamada “medicina personalizada”. Conforme se ha trazado el mapa del genoma humano y entendemos mejor los factores que provocan una enfermedad, las terapias para atacarla se han vuelto inconmensurablemente más precisas y con menos efectos colaterales. Las implicaciones económicas, sin embargo, son trascendentes. El desarrollo de un nuevo medicamento cuesta cientos de millones de dólares (se estima entre 800 y 2 000 millones de dólares). Por cada medicina exitosa hay decenas de otras que no logran aprobación para uso humano, ya sea por toxicidad, falta de eficacia o infinidad de otras razones. Las que logran llegar al mercado tienen que cubrir el costo de las que no llegaron. Antes se hablaba de “cáncer” o “leucemia”, hoy se habla de decenas de tipos distintos de cada uno de estos males y hay terapias específicas para cada uno. El reto está en que aquellos medicamentos que antes amortizaban su costo entre millones de enfermos, ahora lo tienen que hacer con cientos de miles. Por ende, el costo del medicamento

en cuestión se multiplica tan rápidamente como su efectividad.

La gente no sólo vivirá más años, sino que además aquellos que antes padecían enfermedades mortales ahora podrán vivir por décadas con enfermedades crónicas, mantenidas bajo control con medicamentos carísimos. Y a pesar de esa realidad incontrovertible, en marzo de 2010 el gobierno del presidente Barack Obama pasó una reforma de salud en la cual jamás se intentó siquiera tomar medidas realistas para contener los crecientes costos. En Estados Unidos el sistema de salud está repleto de ineficiencias y conflictos de interés, donde se pagan los medicamentos más caros del mundo (gracias al eficiente cabildeo de las empresas farmacéuticas que impide, por ejemplo, que el colosal sistema público de salud negocie precios por volumen al comprar medicamentos), donde los médicos tienen que pagar cientos de miles de dólares al año para proteger su patrimonio de litigio ilimitado (lo cual los fuerza también a hacerle a sus pacientes

estudios innecesarios para simplemente protegerse de litigio potencial), en el cual los médicos pueden redirigir el negocio a sus propias empresas de servicios complementarios —como radiografías o análisis médicos— y en el cual las aseguradoras tienen una rentabilidad extraordinaria; este sistema tiene enorme margen para recortar costos, pero para hacerlo, hay que tener el valor de enfrentarse a grupos poderosos.

Antes de la reforma de salud, Estados Unidos pagaba alrededor de 18% del **pib** dando servicios de salud no universal; el Reino Unido gasta la mitad en dar salud universal. En una forma incomprensible de “razonar”, fueron agregados 32 millones de nuevos beneficiarios al sistema de salud y 19 millones directamente a *Medicare*, el sistema de salud pública, sabiendo que éste tiene sus días contados pues está quebrado: simplemente adelantaron su fecha de defunción. Aun antes de extender su alcance, estimados del propio gobierno indicaban que a ese ritmo de crecimiento, el gasto público en Seguro Social,

*Medicare y Medicaid*, consumiría el cien por ciento de la recaudación fiscal en el año 2047. Según estimados de la oficina presupuestal del Congreso (**cbo** por sus siglas en inglés), el costo de los nuevos beneficios ascenderá a 457 000 millones de dólares de 2011 a 2019. Este estimado es extraordinariamente conservador y para ver qué tan errados pueden estar los pronósticos oficiales, cuando el programa se lanzó originalmente, el estimado del Congreso era que su costo desde 1965 a 1990 sería de 12 000 millones de dólares; hoy sabemos que ascendió a 109 700 millones, nueve veces lo originalmente presupuestado. Estudios privados estiman que el costo adicional del nuevo sistema de salud pudiera ascender a 2.4 billones (millones de millones) de dólares en sus primeros 10 años de implementación. Las implicaciones fiscales para Estados Unidos si esas cifras son remotamente cercanas a la realidad serían desastrosas.

En mi opinión, el que la administración de Obama

haya optado por empeñar su capital político en lograr esta reforma tiene serias implicaciones: o lo hizo en el epítome de la irresponsabilidad fiscal, empeñando el futuro para ganar popularidad a corto plazo, o realmente no se da cuenta de la magnitud del problema fiscal estadounidense. Cualquiera de las dos opciones debe ponernos los pelos de punta.

El mundo ha cambiado por incontables razones; abundaré más tarde sobre algunas, pero los políticos prefieren hacer como que todo es hoy como lo era para la generación de nuestros padres, en vez de sufrir los dolores de cabeza que vendrían de enfrentar a sus votantes para decirles que hay que hacer cambios urgentes — aunque dolorosos— y explicar qué pasaría si no los hacemos.

Uno de los elementos que ha hecho tan confusa esta crisis proviene del hecho de que muchos países del mundo pasaron de la abundancia generalizada a la escasez absoluta. Ebrios por

la enorme recaudación fiscal que provino de burbujas crediticias e inmobiliarias que hicieron que la gente se sintiera “rica” y gastara como nunca, los gobiernos procedieron a hacer compromisos nuevos como si esa bonanza fuera a ser permanente. Lejos de serlo, hoy nos encontramos con una situación exactamente inversa. Hasta ahora, seguimos siendo testigos de un esfuerzo desesperado por hipotecar el futuro para mantener el gasto presente, pero la cordura o —más probablemente los mercados— impondrán una dosis de realismo más pronto que tarde. Una crisis así forzaría, incluso, a que el contrato social se redefina. ¿Dónde empieza y dónde termina la responsabilidad del Estado? ¿De verdad es imperativo mantener a quien se retira durante veinte o treinta años, dar Seguro Social aun a los millonarios, darle subsidios agrícolas a las multinacionales y subsidiar el transporte público (con beneficios exclusivamente locales) con recursos federales? ¿Es necesario que un país como Estados Unidos gaste en defensa militar más que 23 países

sumados, a pesar de que 22 de ellos son sus aliados? Pero pocas cosas hay más difíciles que quitar lo antes otorgado. Como dice el refrán popular:

“El que da y quita, con el diablo se desquita”. El gasto público es, por definición —y por cabildeo— pegajoso y para un político puede ser suicida racionalizarlo. Pregúntele a David Cameron en el Reino Unido y recuerden las protestas en Londres, o miren lo que ha pasado en Grecia e Irlanda al anunciarse planes de austeridad, y lo que sucede en España aun antes de que empiece un proceso serio de reducción del gasto público.

Como dijera Jeffrey Immelt, **ceo** de General Electric, en noviembre de 2008:

“Esta crisis económica no representa un ciclo, representa un reinicio (*reset*); es un reinicio emocional, social y económico... la gente que lo entienda, prosperará; aquellos que no,

serán dejados atrás”.<sup>1</sup>

Nuestra generación enfrenta un dilema colosal. De lo que hagamos con esta mano que la historia nos repartió dependerán las oportunidades de las generaciones que vienen. En un concepto filosófico cotejado por la historia, no existe la posibilidad de cambio profundo sin dolor y crisis. Las culturas judeocristianas lo conocían como un ritual de ablución, necesario para purificar el espíritu; los musulmanes como *ghusl*, Hegel habla de *sublación* y Werner Sombart lo traslada de la filosofía a la economía, e introduce lo que será el proceso de “destrucción creativa” del que habla la escuela austríaca de pensamiento económico. Las economías requieren procesos en los que lo obsoleto se destruye para dejar campo abierto a lo nuevo. Mucho depende de lograr hacer ese proceso en forma eficiente. En la medida que se deje morir lo que no funciona, se liberará el capital que irá a financiar el nacimiento de industrias y negocios nuevos. El argumento tiene

sentido tanto a nivel de las grandes industrias, como la automotriz, como a nivel micro, cuando hablamos de cientos de miles de millones de dólares entrampados en los elefantes blancos que surgieron en la burbuja inmobiliaria a principios de la década pasada. ¿De verdad es razonable utilizar el acceso a crédito barato y abundante para hacer casas y edificios de departamentos? El beneficio de éstos a la economía se da sólo en el momento en el que se están construyendo, demandando materiales y mano de obra; después, sólo cuesta mantenerlos. La nueva realidad nos tiene que llevar a cuestionarlo todo: el sistema educativo, la estructura de las comunidades, la relación entre las naciones, todo.

Nunca como ahora la tecnología ha cambiado nuestro día a día. Aún recuerdo cuando mi padre me mostraba asombrado la máquina de facsímil que permitía enviar en forma remota un papel firmado; ahora éstas están destinadas a ocupar en los museos un lugar junto a las máquinas de

escribir y las de télex. Hoy podemos — utilizando herramientas como Skype— ver la cara de alguien con quien “hablamos por teléfono” (en forma prácticamente gratuita) a miles de kilómetros de distancia; podemos tener una junta en forma remota con quien está en países distantes y enviar una fotografía del instante que vivimos — tomada con nuestro teléfono— a alguien en el otro extremo del mundo. Un médico en Rochester puede participar en una cirugía que ocurre en Francia, y si tenemos una pregunta sobre nuestra computadora quien nos la responde quizá está en la India. Y, sin embargo, seguimos atacando nuestros problemas con criterios cortoplacistas y tradicionales como si el mundo no hubiera cambiado. Seguimos pensando en comales, no en microondas.

El persistentemente alto desempleo en la economía estadounidense se ha vuelto el más cruel verdugo de carreras políticas y es quizá la principal amenaza para la posible reelección de Barack Obama en 2012. Sin embargo, el gobierno

insiste en remediarlo con recetas tradicionales. Los políticos siguen sin darse cuenta de los nuevos componentes de la economía —la mayoría de ellos positivos— que provocan menores niveles de empleo. Jack Welch, ex **ceo** de General Electric dijo en una entrevista con la cadena televisiva **cncb** que una empresa en la que hoy invierte tenía 26 000 empleados en 2007 y generaba 12 000 millones de dólares de ingresos. En el año 2013, regresarán al mismo nivel de ingresos, pero sólo tendrán 14 000 trabajadores. Esto ocurrirá debido a la incorporación de tecnología de información en procesos productivos. En una realidad así, es de vital importancia a largo plazo invertir en el entrenamiento de la fuerza de trabajo y fortalecer el sistema educativo; a corto plazo, es fundamental propiciar la movilidad geográfica de los empleados (calidad que siempre ha contribuido a que los niveles de desempleo en Estados Unidos sean mucho menores a los de países europeos, por ejemplo). Lejos de apuntalar esa fortaleza, el gobierno decidió proponer una

moratoria en el embargo de casas, medida que mantendrá a las familias en las zonas más golpeadas por la crisis, como Nevada, con más de 14% de desempleo, evitando que vayan a los Estados menos afectados, como Dakota del Norte, que tiene menos de 4%. En otra errada medida que ha arraigado a los desempleados en donde no deben estar, ha extendido seguros de desempleo de 26 a 99 semanas (y, posteriormente, por trece meses más), incrementando el riesgo de obsolescencia de los trabajadores y el riesgo de que el desempleo se vuelva estructural.

Estudios hechos por Lawrence Katz de la Universidad de Harvard y Bruce Meyer de la de Chicago demuestran cómo crece exponencialmente la dificultad de conseguir empleo conforme alguien permanece desempleado y cómo decrece la capacidad del trabajador para negociar una compensación razonable. Además, un estudio del Proyecto Nacional de Ley Laboral encontró que los impuestos sobre las nóminas (*payrolls*) se incrementaron 34% en

promedio en 41 estados, debido a la necesidad de cubrir el creciente costo del seguro de desempleo, lo cual lleva a hacer más caro contratar gente. En cierta forma, a más seguro de desempleo más costo de emplear y, a pesar de tanta evidencia, el populismo y el cortoplacismo siguen dominando. Lo importante es hacer aquello que genere votos mañana, no lo que sea lo mejor para todos a largo plazo.

El presidente de Estados Unidos ha dicho que uno de los riesgos de que el desempleo se mantenga alto por más tiempo está en que las empresas “están aprendiendo a hacer más con menos”. Él está muy equivocado, pues es justo ahí donde está la gran oportunidad. Sí, la invención del teléfono le quitó trabajo a mensajeros, la de la **pc** eliminó a millones de secretarías y los **atm** (cajeros automáticos) dejaron a muchos cajeros de carne y hueso sin empleo. Pero la productividad de la economía ha aumentado y ese progreso libera a gente que tendría trabajos rutinarios y que ahora puede tener acceso a otros

con más posibilidad de ascenso y progreso. En el extremo, el empleo puede aumentar en función de la ineficiencia de las empresas, pero eso condenaría a la economía a no desarrollarse y al trabajador al estancamiento, pues más trabajadores se repartirían ingresos menores, la capacidad para reinvertir estaría limitada y el desarrollo de investigación y análisis carecería de fondeo.

Como siempre ocurre, la revolución tecnológica y la nueva realidad generarán ganadores y perdedores. Los periódicos impresos, por ejemplo, podrían tener sus días contados, pero aquellas empresas noticiosas que entendieron que su finalidad no es distribuir un diario impreso a las puertas de sus lectores, sino asegurarse de que éstos reciban noticias en forma oportuna —ya sea por un correo electrónico, para verse en un iPad, o en un teléfono celular— tienen la posibilidad de sobrevivir y seguir adaptándose. Los medios electrónicos también implican reducir costos de impresión y distribución. Hace diez

años, las primeras personas que vieron Facebook o YouTube se rieron tanto como las que vieron Twitter hace cuatro años. Facebook, fundada hace seis años, tiene un valor en el mercado de más o menos la mitad de lo que vale Ford Motor Company, fundada hace 114 años. Esta última hace automóviles; los reto a que me expliquen qué es lo que hace la primera y cómo genera los ingresos que justifican tal valuación en el mercado.

Las grandes oportunidades se presentan en las grandes crisis y ésta no será la excepción. En mi opinión, la probabilidad de que países, empresas o individuos estén entre los vencedores y no entre los vencidos se incrementa en función de entender la potencial sucesión de lo que viene.

Hay abundantes ejemplos históricos de elementos positivos y negativos de las grandes crisis. De hecho, las dos previas (de esta magnitud) se presentaron en 1873 y 1929. La primera fomentó creatividad que

acabó engendrando el avance tecnológico más influyente en los últimos dos siglos: la invención de la máquina de vapor.

Generó cambios profundos en la forma de producir acero y gracias a éstos se habrían de desarrollar la industria automotriz, los rascacielos y los aviones. En la segunda, sin embargo, la sucesión de una medida cortoplacista tras otra provocó proteccionismo y que la crisis estadounidense se exportara a Europa afectando a Alemania, uno de los principales socios comerciales de Estados Unidos de aquel momento, lo cual provocó que el ingreso alemán bajara 40% entre 1929 y 1933, entorno propicio para que Hitler —un perverso populista que aprovechó el descontento y el deseo de buscar culpables— tomara posesión como canciller en enero de 1933.

Jean Monnet, el padre de la Unión Europea, decía que “la gente sólo acepta el cambio cuando se enfrenta a la necesidad y sólo reconoce la necesidad cuando la crisis lo acecha”. En

algún sentido, analizar una crisis y anticipar cómo irá mutando, lejos de implicar una posición pesimista o inquietante, ofrece la perspectiva más optimista posible: aquella en la que finalmente haremos frente a retos que pondrán énfasis en los colosales desbalances y situaciones incoherentes que se han ido desarrollando lentamente como un tumor maligno que imperceptiblemente crece y hace metástasis hasta poner en peligro al organismo entero. Como en el caso de un cáncer, las crisis atentan contra la salud general no por su efecto directo, sino porque terminan privando a los órganos vitales de los recursos que necesitan para desarrollarse en forma sana.

Al igual de lo que ocurre en el nivel individual cuando la estabilidad y la prosperidad provocan complacencia y esfuerzos desmesurados por mantener el *statu quo*, los grandes cambios sólo se generan en momentos de crisis. Si ésta se aprovecha, uno puede salir fortalecido, más ágil y más preparado; si no, una crisis generará otra mayor y potencialmente más devastadora. Es justo

ése el punto en el cual estamos. Podemos tomar medidas inteligentes y visionarias, o simplemente esperar a que el cáncer se vuelva incurable.

Si aceptamos que ésta no será una crisis cíclica ordinaria, comprenderemos la infinita confusión que proviene de la constante reiteración de analistas optimistas patológicos y de medios de información que discuten incansablemente si “la crisis ya acabó” o no. Regresando a la analogía del cáncer, esa pregunta equivale a que un enfermo ya diagnosticado con esa enfermedad pensara que ha quedado curado, sin haber tenido tratamiento alguno, por el simple hecho de estar en remisión o por haber recibido medicamentos paliativos. Si analizamos las causas de esta crisis, podremos ver que éstas permanecen intactas, en el mejor de los casos, o que se han agravado, en el peor.

## **Una crisis que se globalizó**

### **EL EXCESIVO ENDEUDAMIENTO DE LAS FAMILIAS EN ESTADOS UNIDOS**

Quizá el ingrediente menos discutible de la reciente crisis es el altísimo endeudamiento alcanzado por la economía estadounidense.

Cuando decimos que un individuo está endeudado tenemos que comparar lo que debe con lo que gana; no es lo mismo que Bill Gates deba un millón de dólares a que los deba el frutero de la esquina. En forma análoga, medimos el endeudamiento de una economía comparándola con sus ingresos; es decir, los bienes y servicios que ésta es capaz de producir en un año (el producto interno bruto). En el caso de la economía de Estados Unidos, si sumamos toda la deuda de empresas, gobierno, tarjetas de crédito, hipotecas, etc., el acervo total de deuda permaneció por décadas (entre los cincuenta y ochenta) en alrededor de una vez y media el

ingreso nacional.

El volumen de la deuda frente al ingreso creció en forma constante hasta que en 2007, en la alborada de la crisis actual, ésta se acercaba a tres y media veces el ingreso promedio. Imaginemos esa cifra a nivel individual. Para un individuo o familia que gane 50 000 dólares al año, una deuda total de 75 000 parece manejable. Una de 175 000 ya no tanto. Como en el caso de un individuo, también, el éxito para pagar el costo de la deuda e ir la reduciendo (manteniendo simultáneamente una situación adecuada que nos haga sujetos de crédito aceptables para los potenciales acreedores) dependerá en gran medida de cómo evolucione nuestro ingreso. Si éste crece en forma sana, nuestros acreedores estarán tranquilos; de lo contrario, el crédito se volverá más caro y difícil de conseguir, pues quien nos presta se está arriesgando más a que no le paguemos.

Es interesante notar que en el ostensible crecimiento de la deuda total estadounidense en

esos 27 años fueron dos los sectores que más participaron: las familias y el sector financiero. En el caso de las familias, su deuda como proporción del ingreso nacional se duplicó, pasando de ser la mitad del ingreso a ser equivalente al ingreso total. La deuda del sector financiero creció aún más, pasando de ser la quinta parte del ingreso a ser 16% superior al ingreso total.

Ambos procesos se dieron por razones diferentes. El endeudamiento de las familias creció, principalmente, como consecuencia de la continua caída de la mediana<sup>1</sup> de ingreso de éstas. Para empezar, hay que ver que es más útil hablar de la mediana que de la media. Si analizamos la media, es decir, el promedio, será engañoso ver que el ingreso medio creció vigorosamente, pero lo hace por el enriquecimiento del estrato más alto de la población. La mediana, sin embargo, nos muestra el punto medio entre las observaciones de la muestra, y el ingreso de quienes se encuentran en ese punto medio se ha estancado. Cabe señalar que otro fenómeno complicado ha

provenido de la excesiva concentración del ingreso que ha ocurrido en el pasado reciente. Según David Stockman, antiguo director de presupuesto de Reagan, entre 2002 y 2006, el 1% más rico de la población recibió dos tercios del incremento en el ingreso nacional, mientras que el 90% más pobre recibió una octava parte.

En el periodo posterior a la segunda Guerra Mundial, desde 1947 hasta 1972, el ingreso de la familia media estadounidense se duplicó en términos reales. Ésta fue la época del “sueño americano”, el nacimiento del modelo suburbano donde cualquier familia podía tener acceso a un automóvil, a una casa y a las comodidades necesarias para una vida digna; el país de las carreteras interestatales que surgieron para permitir el abastecimiento de las tropas ante potenciales conflictos militares en Europa, el de la gran infraestructura —no destruida por la conflagración bélica, como sí lo fue en Europa— y el que fue el gran ganador de la

guerra; el país que recibió a manos llenas el conocimiento y la capacidad empresarial de quienes migraron de la Europa devastada —y huyeron de la persecución, como fue el caso de los judíos europeos— y emprendieron una nueva vida en el nuevo continente.

La guerra había logrado lo que el *New Deal* de Franklin Delano Roosevelt fracasó en alcanzar. El *New Deal* fue el gran estímulo fiscal de los años treinta que el presidente armó para intentar tejer una red de protección social para los ejércitos de desempleados que fueron víctimas de la crisis. Imaginen ustedes una situación tan aplastante que llevó a que el Central Park de Nueva York se llenara de campamentos de gente sin casa (área conocida como *Hooverville*, en honor al entonces presidente), o que provocó enfrentamientos en Washington, D. C. entre tropas y veteranos de la primera Guerra Mundial, quienes no recibieron los pagos prometidos por el gobierno. Roosevelt adoptó ese *New Deal* en un mundo que, después de la

primera Guerra Mundial, había visto la caída de los imperios austro-húngaro, germano, ruso y otomano —aliado de la Alemania derrotada— y que había dado pie al surgimiento del Estado moderno: democrático, dispuesto a cobrar impuestos sobre los ingresos de la gente, capaz de estatizar empresas o industrias, pero también preparado para amparar al pueblo con una red de seguridad social. El *New Deal* dio origen al Seguro Social y a muchos otros elementos de un naciente Estado benefactor estadounidense más sensible a los estragos que la crisis estaba causando en la sociedad. Sin embargo, se tiende a ignorar que el *New Deal* falló en su intento por generar empleos —pues la tasa de desempleo seguía siendo superior a 15% a fines de la década de los treinta—, y aquellos políticos que siguen creyendo que aquel colosal gasto público fue el elixir mágico que conjuró la depresión hacen romántica —y equivocada— referencia a ese proyecto.

La reactivación del gigante industrial provino de la utilización de la capacidad instalada ociosa y oxidada para reconvertirla en una de las maquinarias de guerra más imponentes de la historia. Ese proceso y la conscripción militar provocaron el pleno empleo de la fuerza laboral, incorporando incluso a las mujeres al gigante industrial y de paso exorcizó al sistema político de la amenaza de populistas de izquierda —como Huey Long—,<sup>2</sup> que pudieron haber descarrilado el modelo liberal estadounidense jeffersoniano que hoy conocemos, si la depresión se hubiera extendido a la década de los cuarenta.

La bonanza económica posterior a la segunda Guerra Mundial propició un fenómeno demográfico que tendrá mucho que ver con nuestro análisis posterior. Entre 1946 y 1964 nacieron 78 millones de estadounidenses. A esta era se le denomina el *baby boom* por haber marcado una época de alto crecimiento en la población, que después habría de moderarse. Éstas fueron,

entonces, décadas de acumulación de bienes, de familias jóvenes con muchos niños, años de creciente demanda por vivienda y bienes duraderos. Sin embargo, a partir de 1972 se empieza a moderar el crecimiento del ingreso de la familia media. Entre 1973 y 2007, el crecimiento del ingreso de la familia media se dio a una tasa anual de 22%. Abundan las teorías sobre por qué se frenó tanto el crecimiento del ingreso. En mi opinión, las razones tienen que ver con la automatización de procesos productivos que llevaron a requerir menos trabajadores, pero más calificados (¿se acuerda de aquellas películas de los cincuenta en las que había cuartos enteros de contadores con grandes libros? ¿A cuántos de ellos desplaza una sola **pc** con Excel?); con la reducción en los niveles de sindicalización de los trabajadores (en la época de Reagan); con la globalización de la economía mundial a partir de los noventa, etcétera.

En las décadas de los sesenta y setenta, la moderación en el crecimiento del ingreso de la

familia media fue compensada por la incorporación de las mujeres a la fuerza laboral. Nace el concepto de familias con doble ingreso, que habría de dar origen en los ochenta a la era de los *Dink's* (*double income, no kids*, familias donde ambos cónyuges trabajan, pero que evitan tener hijos para lograr un nivel de vida más alto). A partir de esa década, sin embargo, la moderación en el crecimiento del ingreso se compensó con endeudamiento.

La familia de clase media estadounidense que en la era posterior a la segunda Guerra Mundial pudo hacerse de una vida digna sin demasiada educación fue empobreciéndose en términos relativos al compararse con una creciente, aunque mucho menos numerosa, clase social que era más ambiciosa. Ésta estaba usualmente compuesta por hijos de inmigrantes europeos que privilegiaban una educación más rigurosa, dispuestos a emprender y a tomar riesgos, más que a ser simplemente empleados que trabajarían por

décadas en la misma empresa, esperando lograr un retiro decoroso. Se plantó la semilla de segmentos de la sociedad que eventualmente fueron económicamente muy exitosos en Wall Street y Silicon Valley, por ejemplo.

La distinción entre uno y otro grupo es relevante e importante de comprender, particularmente para los no estadounidenses que no logran diferenciar a un grupo del otro en la — aparentemente homogénea— población de Estados Unidos. Esa distinción seguirá creciendo en importancia ante la renovación de movimientos políticos como el Tea Party que buscan reivindicar al estadounidense típico de clase media: blanco, anglosajón, usualmente protestante, no demasiado educado, que añora una época más simple. En su deformación, estos grupos adoptarán posturas aislacionistas, proteccionistas y antiinmigratorias, pero también se opondrán terminantemente al crecimiento del papel del Estado en la economía y la sociedad.

Esa visión nostálgica se vuelve una amenaza grave no sólo por su miopía, sino por su profunda ignorancia sobre el papel de Estados Unidos en el mundo. Una parte de la población sigue añorando el regreso de actividades de manufacturas básicas a Estados Unidos, sin darse cuenta que ese evento sería — por uno u otro motivo— la peor noticia posible para la economía del gigante norteamericano. Hoy en día, quienes hacen esas manufacturas ganan una pequeña fracción de lo es el salario mínimo estadounidense. ¿Volverían éstas a ese país porque los trabajadores están tan pauperizados que están dispuestos a trabajar a cambio de tan poco, o se supone que sí se pagará salario mínimo, por lo que el costo de un juguete o de un par de zapatos será dos o tres veces el que hoy tiene en el mercado?

En 2007, año previo a los efectos de la crisis, la economía estadounidense era 79% servicios, 19.8% industrial y 1.2% agrícola. Tradicionalmente, se pensaba que los servicios

eran mucho menos vulnerables a la competencia internacional porque uno utiliza al mesero, abogado o contador que está en el país. Sin embargo, el advenimiento de la internet y la posibilidad de realizar ciertos servicios en forma remota ha incidido definitivamente en la estructura de costo de éstos. Hace algunos años, por ejemplo, conocí a una interesante empresa de ingeniería mexicana que tenía varios cientos de ingenieros civiles en la Ciudad de México que trabajaban en grandes proyectos internacionales. Después de las ocho horas de trabajo normales, enviaban el resultado final del día a colegas que hacían lo mismo en Singapur y cuando éstos terminaban lo mandaban a Londres, regresando después a México; los proyectos se desarrollaban en forma ininterrumpida las 24 horas del día. Este tipo de operación es factible porque se puede, en el mundo de hoy, mandar un plano en forma electrónica por internet. Lo es también, porque se han desarrollado estándares como los **iso** (siglas en inglés de la Organización Internacional de

Estandarización) que permiten el desarrollo de procesos internacionalmente homogéneos. El costo, entonces, de un ingeniero en Estados Unidos o en el Reino Unido está hoy afectado por el de otro en el extremo opuesto del mundo. En medio de esa realidad, es absurdo que se desarrollen movimientos políticos en el país que es el principal proveedor de servicios sofisticados del mundo —en áreas de consultoría, banca de inversión, etc.— que claman porque la producción de zapatos, juguetes, o incluso automóviles regrese a Estados Unidos.

## EL DESPLOME DE LA BOLSA JAPONESA EN 1989

La motivación de las familias estadounidenses para endeudarse parece quedar clara, pero para volverse una situación crítica se tuvo que combinar con enorme abundancia de crédito a costos extraordinariamente bajos. Esa combinación letal se generó por el precedente de un fenómeno que se desarrolló muy lejos del

continente americano.

Así como hoy escuchamos una y otra vez que el imperio estadounidense está llegando a su fin y que el futuro pertenece a China, en los años ochenta era Japón el que estaba “destinado” a dominar. Las empresas adoptaban sistemas de administración japonesa, los niños aprendían japonés y se decía que el *boom* económico japonés sería incontenible y no tendría fin.

El mundo entero se sorprendía por la vigorosa alza del mercado accionario japonés. El índice Nikkei se triplicó entre 1985 y 1989, llegando a su punto máximo el 29 de diciembre de 1989, cuando alcanzó 38 957. Hoy en día, sabiendo qué ocurrió después, las señales de que se trataba de una burbuja parecen evidentes, particularmente considerando que el índice Nikkei estaba, a fines de 2010, 75% por debajo del nivel alcanzado hacía 21 años.

Las razones detrás de la formación de la burbuja

bursátil japonesa me recuerdan la situación actual de la bolsa china. Entre ellas, la excesiva inversión en infraestructura (40% del producto interno bruto en 1989 en Japón, ¿70% en China en 2011?); la asignación de crédito por relaciones de amistad más que porque los proyectos tuvieran un futuro económico prometedor (en el caso chino la asignación es por nexos políticos y corrupción), y por la retroalimentación de otra burbuja — la inmobiliaria— nutrida por la excesiva disponibilidad de crédito que llegó al extremo de ofrecer hipotecas a cien años, para permitir la adquisición de propiedades carísimas.

El brutalmente falaz argumento de que dado que nadie va a hacer más tierra el precio de ésta está destinado a incrementarse en forma ilimitada adquirió matices desquiciados en el caso japonés al tratarse de una isla pequeña, densamente poblada y con una población enriqueciéndose rápidamente. Según un estudio de Taisei y Michiyo Kaizoji,<sup>3</sup> de la Universidad

Cristiana Internacional de Japón, los precios de bienes raíces japoneses se incrementaron 550% entre 1981 y 1989. Se estimaba que el valor total del mercado de propiedades japonés valía 20 billones (millones de millones) de dólares, el equivalente a una quinta parte de la riqueza total de la humanidad. Se podía comprar todo el mercado inmobiliario estadounidense (país con 26 veces más territorio y 2.4 veces más poblado) con el simple valor del mercado metropolitano de Tokio, y los 7.4 kilómetros cuadrados ocupados por el palacio imperial japonés valían más que todo el estado de California. Un metro cuadrado de espacio comercial en el exclusivo distrito de Ginza en la capital japonesa valía un millón de dólares. En forma interesante, que valdrá la pena recordar para aquellos que afirman que el mercado inmobiliario estadounidense ya tocó fondo, el precio de los inmuebles japoneses logró mantenerse por una década después del colapso bursátil; pero, a partir de 2002, los precios cayeron rápidamente, hasta estar en

promedio 75% por debajo del nivel máximo alcanzado en medio del *boom* inmobiliario. Esto llevó a que, por ejemplo, un metro cuadrado en Ginza se coticé ahora en alrededor de una décima parte de lo que valía en su punto más alto.

En Estados Unidos, la evolución del fenómeno japonés era observada con atención por Alan Greenspan, el flamante<sup>4</sup> presidente de la Reserva Federal —el banco central estadounidense—, quien había tenido la mala suerte de remplazar a Paul Volcker, su mítico predecesor —famoso por haber conjurado la amenaza inflacionaria estadounidense en la época de Reagan—, sólo un par de meses antes del inicio de la crisis japonesa.

Al reaccionar al colapso bursátil, el gobierno japonés cometió errores que, vistos desde la perspectiva que sólo nos da el paso del tiempo, fueron garrafales. Primero, ante la aparatosa quiebra del sistema financiero, se rehusaron a tomar medidas drásticas para matar a bancos que

estaban heridos de muerte, permitiéndoles seguir vivos, pero incapaces de reanudar las funciones crediticias que la economía japonesa urgentemente necesitaba. Surgieron así los “bancos *zombies*” (literalmente, muertos pero caminando como si estuviesen vivos) que habrían de volverse el pesado lastre que evitaría una recuperación. Al mismo tiempo, al haber adoptado una actitud absurda de negación, tardaron ocho años en decidir utilizar recursos del gobierno para recapitalizar a la banca en 1999. Se negaron también a dar paliativos de corto plazo, como hubiera sido el adoptar una política monetaria suficientemente expansiva para compensar la colosal caída del consumo privado —debida a la enorme pérdida de riqueza de quienes tenían casas y acciones, cuyos precios se desplomaron— y la caída de la inversión causada por los excesos en la creación de capacidad en la década anterior, que quedó ociosa ante el colapso de la demanda. Esa contracción en el consumo estuvo, además, agravada por el envejecimiento de una población

que en los ochenta tenía una tasa de fertilidad de 1.57 (muy inferior a 2.1, la necesaria para mantener la población constante).

Pero el error fundamental consistió en no tomar medidas para flexibilizar la artrítica industria japonesa, con un sector exportador más eficiente —y beneficiario de la ayuda que un yen en constante declive ofreció (¿no le suena como a China hoy en día?)— y empresas destinadas a satisfacer la economía interna que estaban —y, generalmente, siguen estando— plagadas de ineficiencias, de limitaciones para despedir gente, imposibilidad de quebrar, incapacidad de recompensar por mérito y siempre respetuosas de la “antigüedad en el empleo” como único criterio de ascenso. Veinte por ciento de la economía ha estado cargando al otro ochenta por ciento. Surge, además, el fenómeno deflacionario y no es sino hasta que éste está visiblemente arraigado que deciden reducir las tasas de interés de referencia a 0% en el año 2000, culminando una paulatina y tibia reducción que partió de tasas de 8% en 1991.

Para aquellos que leen en algún país latinoamericano, la posibilidad de deflación parece un problema menor. En países que han vivido el devastador impacto de la hiperinflación, estar en una situación en la que los precios caen, en vez de aumentar, parece casi deseable. La deflación, sin embargo, es un fenómeno infinitamente más complejo que la inflación. Para empezar, si un banco central quiere contener el fenómeno inflacionario, la receta de política monetaria básica pasa por simplemente incrementar las tasas de interés hasta donde sea necesario. Esto se hace con el objetivo de ponerle un freno a la economía al encarecer el crédito y propiciar que, ante el atractivo de las tasas, la gente ahorre en vez de consumir. Las herramientas de política monetaria son abundantes y, contundentes, pues siempre es posible subir la tasa de interés más y más hasta lograr el efecto deseado. En el caso de una situación deflacionaria, la política monetaria tiene un límite. Ésta buscaría reducir la tasa de interés para propiciar que se consuma en vez de ahorrar

y abaratar el crédito para estimular la inversión; sin embargo, una vez que la tasa de interés llega a cero, se vuelve imposible reducirla más. El segundo efecto indeseable de la deflación es que motiva a posponer decisiones de consumo. Si voy a comprar un automóvil y éste está a un precio más barato que ayer, quizá me convenga esperar a mañana para ver si está más barato que hoy. El tercer efecto, particularmente devastador en el caso japonés por la edad de su población, es que conforme las tasas bajan, los ahorradores reciben menor rendimiento por su inversión; si se trata de gente que se acerca a edad de retiro —o ya retirada (“rentista”)—, conforme su ingreso baja, reducirá aún más su consumo, con el objeto de que al acumular más ahorro (multiplicado por una tasa más baja) pueda recibir un monto razonable de renta mensual que le permita vivir de ésta.

Si bien es discutible si la deflación realmente llegó a provocar que se pospusieran decisiones de consumo, el hecho de que la economía japonesa

haya mostrado inflación negativa (-0.6% en promedio) en nueve de los últimos 20 años la convirtió en una amenaza real para una economía desarrollada. Sin embargo, la mínima caída en precios quizá no justificaría que se difiriera una decisión de consumo, como lo parece confirmar el hecho de que la tasa de ahorro se redujo de 15.1% del ingreso disponible en 1991 a 2.3% en 2008.

Si bien tarde y titubeando, los gobiernos japoneses han recurrido a la solución que hoy se le parece imponer a Estados Unidos, incremento del gasto y reducción de impuestos y por ello son hoy el país más endeudado del mundo. La deuda pública como proporción del **pib** ha pasado de 63% en 1991 a 200% en la actualidad. Su nivel de endeudamiento es 50% superior a Grecia, por ejemplo. La única diferencia está en que cuentan con un colosal acervo de ahorro interno (en parte por la edad de su población) que les permite financiar la deuda del gobierno con recursos propios; es decir, que no tienen que

acudir a los mercados de crédito internacionales.

Vale la pena, sin embargo, preguntarnos si no es éste el destino que le espera a Estados Unidos, país que no tiene un acervo de ahorro similar al cual recurrir y que sí podría ser castigado por mercados de crédito que pudieran requerir tasas mucho más altas para justificar el riesgo implícito en comprar bonos emitidos por un país muy endeudado.

## EL COLAPSO DE LAS *PUNTO COM* ESTADOUNIDENSES EN 2000

A lo largo de los noventa, el problema japonés se arraigó y se volvió evidente que la tibia reacción del banco central japonés se había vuelto parte del problema. Por ello, cuando el 13 de marzo del año 2000 comenzó la estrepitosa caída de las acciones de las empresas de tecnología que habían participado de la bonanza de la burbuja de las *punto com*, todas las alarmas se dispararon. El índice accionario *NASDAQ*, cargado de empresas de

tecnología, se había duplicado en el año previo a ese momento, llegando a un punto máximo de 5132 puntos el 10 de marzo (a fines de 2010, casi 11 años más tarde, sigue estando en alrededor de la mitad de ese nivel). Entre los años 2000 y 2002, las empresas cotizadas en ese mercado habrían de perder cinco billones (millones de millones) de dólares de valor.

En este punto es importante hacer un paréntesis para decir algo obvio, pero que a veces se olvida. Cuando hablamos del desplome en los precios de las acciones, ese evento tiene enorme importancia por varios motivos, algunos reales y otros emocionales. Claramente, conforme sube el precio de algún activo relevante en el patrimonio de las familias —ya sea una acción, un bono o un inmueble— el enriquecimiento, aunque sea en papel (es decir, sin haber realizado la utilidad al vender el bien en cuestión), propiciará que esa familia consuma más y ahorre menos. A eso se le llama el “efecto riqueza” y es real. Pero hay otros efectos secundarios reales que también son

importantes. Cuando decimos que subió el precio de una acción, estamos diciendo que subió el valor de esa empresa. Eso implica que la empresa en cuestión tiene más fichas con qué jugar. Puede financiar expansiones, adquisiciones, investigación e infinidad de actividades que usualmente implicarán generar actividad económica y contratar personal directa o indirectamente.

Cuando se habla de la bolsa al alza, la gente se imagina a un gordo, calvo, vestido con un traje gris a rayas que cuenta un fajo de billetes en la mano mientras fuma un habano. Se les olvida que uno de los inversionistas más grandes en el mercado accionario son los fondos de pensiones, por ejemplo. Al igual, parecen ignorar la relación entre esa revaluación y la capacidad de las empresas para hacer inversiones que se reflejarán en generación de empleo. Pero hablaré de eso más adelante.

Políticamente, la debacle bursátil no podría haber

sido más inoportuna, pues produjo condiciones que habrían de desencadenar una recesión que comenzaría oficialmente en el mes de noviembre (y duraría casi un año), coincidiendo con la celebración de la elección presidencial más disputada en más de 100 años,<sup>5</sup> el 7 de noviembre de 2000. El desplome de las *punto com* introdujo un ambiente de incertidumbre que contrastó con la bonanza económica que se vivió durante toda la administración de Clinton. De hecho, esta recesión marcó el final de una de las épocas de expansión más afortunadas del siglo **XX**, que comenzó en marzo de 1991, a fines de la presidencia de George Bush padre.

Pronto, otro evento relevante habría de dejar una indeleble huella en la historia, pues el 11 de septiembre de 2001, apenas ocho meses de que comenzara la presidencia de George W. Bush, ocurrió el ataque terrorista a las Torres Gemelas.

LA AGRESIVA POLÍTICA MONETARIA DE

## ALAN GREENSPAN

Greenspan conocía al derecho y al revés la receta para evitar la “década perdida” que había ahogado a la economía japonesa después del desplome accionario de 1989: tenía que hacer un estímulo monetario abrumador e incontestable.

Políticamente, además, habría de recibir cierta presión por la administración de Bush, la cual estaba por enfrentar sus primeras elecciones legislativas de mitad de cuatrienio el cinco de noviembre de 2002 y era deseable que para entonces la recesión causada por las *punto com* —y confirmada por la caída en el índice Dow Jones posterior al ataque terrorista— hubiese llegado a su fin.

El señor Greenspan comenzó así la más agresiva disminución en las tasas de interés de que se tenga registro, a partir de enero de 2001. La tasa federal de fondos<sup>6</sup> estaba en 6.5% en ese momento y habría de disminuir hasta 1% en julio de 2003. Consecuentemente, otras tasas bajaron reflejando

la disminución en el costo de fondeo (el costo que pagan los bancos para hacerse de recursos para prestar, ya sea que éstos provengan de depósitos del público o de líneas de crédito a las que tiene acceso el banco). El costo de una hipoteca tradicional a 30 años bajó de 8.21% en enero de 2000 a 5.45% en marzo de 2004 (esa misma tasa ha llegado a 4.17% a fines de 2010).

Es importante pensar que esa reducción en tasa de casi tres puntos porcentuales en la tasa de interés tiene un enorme impacto en términos del precio de la propiedad que es posible comprar.

Consideremos el siguiente ejemplo: una persona con buen historial de crédito quiere comprar una casa tomando una hipoteca a 30 años y tiene 50 000 dólares para dar un enganche. Utilizando exactamente esas tasas, 8.21% vs. 5.43%, en el primer caso podría comprar una casa de 250 000 dólares (considerando que financia 200.000, pues da 50 000 de enganche); en el segundo caso, puede comprar una de 360 000 dólares (financiando 310 000). Es decir, que puede

comprar una casa 44% más cara. En ambos casos, los pagos mensuales quedarían en alrededor de 1 720 dólares por mes. Es decir, una reducción de 33% en la tasa, permite financiar 55% más de crédito con pagos iguales. En la gran mayoría de los casos, incluso más que el precio de la propiedad, ésta es la principal variable en la que se fija quien contrata una hipoteca: cuál es el pago mensual.

## FORMACIÓN DE LA BURBUJA EN EL MERCADO INMOBILIARIO ESTADOUNIDENSE

Sería simplista decir que lo que definió la política monetaria de Greenspan en esos años fue exclusivamente la decisión de reducir la tasa de interés. Hay muchos argumentos que se pueden hacer a favor de esa medida debido a la reducción en la base monetaria durante esos años y debido a la ausencia de inflación. Sin embargo, en mi opinión, la agresiva reducción de las tasas de interés se acabó convirtiendo en la mejor bomba neumática para inflar la burbuja

que empezaba a presentarse en el mercado inmobiliario, un mercado que ya recibía diversos y enormes beneficios.

La primera ayuda provenía del desencanto con la inversión en acciones, dado el colapso del prometedor mercado accionario de empresas de tecnología. La decepción no fue menor. Con la nueva tecnología ocurrió lo mismo que con la adopción de la energía eléctrica, el telégrafo o el teléfono: el principal impacto no se manifestó en las empresas proveedoras del servicio aunque, sin duda, la nueva tecnología provocó cambios incuestionables en la productividad de empresas tradicionales.

La caída en el precio de las acciones de tecnología fue un cubetazo de agua fría para quienes apostaron con total convicción a las empresas *punto com* asumiendo que el mundo había cambiado por el salto tecnológico. Eso llevó a que mucha gente decidiera regresar a activos tradicionales y apostarle a los “ladrillos”. El viejo

y falaz argumento de que “nunca van a hacer más tierra”, “los bienes raíces nunca bajan de precio”, etc., habría de verse apoyado por una colosal emisión por parte del banco central estadounidense (descomunal en términos históricos, pero pequeña si la comparamos con las que se han hecho entre 2008 y 2010) y, consecuentemente, por las menores tasas de interés en más de medio siglo. La segunda ayuda provino del populista y malentendido objetivo político de promover que todas las familias, independientemente de su ingreso o historial de crédito, se hicieran de casa propia. Y, por último, el tercer impulso provino de la caída en la rentabilidad de los bancos y de las inversiones, lo cual propició la creación de numerosos instrumentos que lograban aprovechar el *boom* residencial para permitir un incremento en la rentabilidad de los recursos de quienes lo financiaran. Vamos por partes.

Como dije antes, el desplome en el precio de las

acciones de empresas tecnológicas era absolutamente inesperado. Se decía, en aquel momento, que no se podían evaluar a las empresas de internet con parámetros tradicionales y ésta era la base para justificar valuaciones estratosféricas dentro de un ambiente de delirio y frenesí colectivo. Como ocurre en toda burbuja, en medio de ésta, cualquier valuación es coherente; después de que revienta, ninguna lo es. Por ello, hoy los inversionistas defienden a capa y espada las valuaciones de los bancos chinos, por ejemplo, con la misma vehemencia que en aquel entonces se creía que Mattel, por ejemplo, hizo una buena decisión en 1999 al comprar The Learning Company en 3 500 millones de dólares (empresa que vendería al año siguiente por 27 millones), o cuando la acción de InfoSpace alcanzó un precio de 1 305 dólares en marzo de 2000 (un año más tarde, su precio era de 22). Siempre en toda burbuja existe la creencia de que “ésta” es una realidad diferente.

Como nunca en nuestras vidas, parecía haber argumentos que ostensiblemente avalaban esa posibilidad. Había ocurrido un salto tecnológico importante y quizá había surgido un paradigma distinto con la aparición de la internet y con ésta la posibilidad de un mundo nuevo de negocios y oportunidades. El nuevo milenio empezaba con una mezcla de esperanza y temor. Esperanza, porque éste llegaba en medio de enorme euforia y abundancia; temor, porque el Y2K <sup>7</sup> podría causar estragos y colapsaría a las computadoras del mundo. Pronto terminaría la incertidumbre sobre esa amenaza y la esperanza de enriquecimiento a un ritmo exponencial sería trasladada de un sector nuevo a uno tradicional, remplazando la inversión en las *punto com* por la inversión en inmuebles, conforme se desplomaban los mercados accionarios al estallar la burbuja tecnológica. Esta tendencia habría de ser apoyada no sólo por condiciones económicas de las que hablaré más adelante, sino también por las fortunas que muchos jóvenes alcanzaron a realizar en el

*boom* tecnológico.

En mi opinión, siempre ha habido enorme confusión entre los políticos que promueven la compra de una casa propia como si se tratase de una panacea incuestionable. Es indudable que el ser dueño de una vivienda genera bienestar en un nivel anímico y psicológico, y por ello se busca exprimir de este proceso hasta la última gota de capital político. Pero, en mi opinión, la finalidad de los gobiernos debería de ser la promoción de vivienda digna a costos razonables, ya sea ésta comprada o rentada. Ya hablaré más del tema, pero por lo pronto es posible suponer que George W. Bush, el 43° presidente de Estados Unidos, hubiera expresado su desacuerdo con mi aseveración.

Bush se empeñó en promover la propiedad generalizada de vivienda, quizá siguiendo los pasos de su padre quien en 1990 firmó la Ley Cranston-González de Vivienda Accesible que incluía iniciativas previas como la

de “propiedad y oportunidad para personas en cualquier parte” (hope, Homeownership and Opportunity for People Everywhere) que buscaba la canalización de recursos federales para financiar a familias pobres para que compraran casa. Bush hijo habría de lanzar en junio de 2002 el “Reto Americano de Casa Propia” (America’s Homeownership Challenge) con el objetivo de lograr que 5.5 millones de familias de minorías étnicas adquirieran vivienda en la primera década del nuevo milenio. La iniciativa “retaba” al sector privado de bienes raíces y a la industria financiera hipotecaria a “incrementar dramáticamente los esfuerzos para reducir las barreras para que familias de ‘minorías’ adquirieran casa propia”. Y ahora sabemos, a ciencia cierta, que la solicitud fue escuchada y atendida.

En 2004, la Casa Blanca lanzó un documento llamado *La Sociedad Propietaria Americana: Expandiendo Oportunidades*, que en plena

campana para la reelección ponía la mesa para el desarrollo de hipotecas de alto riesgo como piedra angular para lograr el objetivo. El documento empezaba citando un discurso del presidente Bush del 17 de junio de ese año: “.. .si uno es dueño de algo, uno está empeñado en el futuro de nuestra nación. Mientras más propietarios haya en Estados Unidos, habrá más vitalidad en Estados Unidos y más gente tendrá un interés vital en el futuro de esta nación”.

Adicionalmente, Bush lanzó en 2003 el American Dream Downpayment Act, una ley que promovía el uso de recursos federales para cubrir el pago del enganche de hipotecas y costos administrativos originados por la compra de una casa por primera vez para familias que ganaran menos de 80% de la media nacional de ingresos. Pareciera que si fueron las calenturientas y malvadas mentes de Wall Street las que idearon cómo defraudar al mundo entero con estructuras hipotecarias complejas, éstas fueron consistentemente alimentadas por el gobierno.

Si a esto le agregamos los enormes conflictos de interés en que se encontraban líderes como el congresista por el estado de Massachusetts Barney Frank —presidente del Comité de Servicios Financieros del Congreso— con las agencias estatales Fannie Mae y Freddie Mac, tenemos elementos de sobra para sentir profundas náuseas cuando les vemos tener la desfachatez de arrojar la primera piedra condenando los pecados, sin duda reprobables mas no exclusivos, de Wall Street.

Aquí un breve paréntesis para explicar el papel de estas agencias en el mercado hipotecario. Haciendo una explicación simple, si un banco comercial otorga una hipoteca a 30 años a una familia, en estricto sentido, le tomaría tres décadas al banco para gradualmente ir recuperando su inversión y no estaría en la posibilidad de dar otra hipoteca similar sino hasta cobrar ésta. Por ello, en 1938, en plena Depresión, el gobierno de Franklin Delano Roosevelt creó la agencia Fannie Mae. El objetivo

era que esta agencia pudiera comprarle a los bancos las hipotecas que éstos originaban, devolviéndoles su liquidez para que pudieran volver a prestar, lo cual probó ser fundamental para proveer de crédito hipotecario a familias que probablemente no hubieran tenido acceso a éste. A pesar de sólo haber comenzado con 1 000 millones de dólares de capital, el balance de la empresa creció rápidamente en las siguientes décadas. En 1968, ante la presión fiscal creada por la guerra de Vietnam, el presidente Lyndon B. Johnson decidió sacar a la agencia del balance del gobierno, privatizándola por medio de una oferta pública (ofreciendo acciones de la empresa al público en la bolsa). Dos años después, se fundaría Freddie Mac, para evitar que Fannie fuera un monopolio (las acciones de Freddie se colocaron en la bolsa en 1989). Posteriormente, a partir de 1970 (año previo a la creación de la figura legal del “certificado de participación inmobiliaria”), la agencia empezó el proceso de “empaquetar” hipotecas

de características similares y “titularizarlas”; es decir, que emitiría bonos que tienen como garantía esas hipotecas y cuyos pagos de cupones a los tenedores de los bonos provendrían del propio pago hecho por los deudores hipotecarios.

Originalmente, Fannie Mae fue creada para darle un mercado secundario a hipotecas avaladas por agencias federales como la **fha** (Federal Housing Authority) y, por ello, los bonos emitidos por esta agencia tenían total respaldo del gobierno estadounidense. A partir de 1970, el Congreso estadounidense aprobó la compra de hipotecas originadas por bancos privados sin aval de la **FHA**, pero no le quitó formalmente a los bonos el respaldo gubernamental. Y a partir de 1977, el presidente James Carter habría de firmar la Ley de Reinversión Comunitaria (Community Reinvestment Act) en la cual, a cambio de la protección de la **fdic**<sup>8</sup> (Federal Depositors Insurance Corporation), comprometía a los bancos comerciales a apoyar el desarrollo de vivienda

para gente de recursos medios y bajos.

Fannie Mae y Freddie Mac se habrían de convertir en un tipo de entidad híbrida llena de contradicciones: una empresa con accionistas privados, pero que emitía deuda avalada por el gobierno federal. Esto les permitía fondearse a costos bajísimos, similares a los que se fondea el gobierno, pero siendo una entidad con fines de lucro. Esto generó toda suerte de conflictos de interés políticos, pues a cambio de tan fundamental soporte los legisladores y presidentes esperaban apoyo estratégico. El sistema que nació con mil millones de recursos, habría de llegar a los más de cinco billones (millones de millones) de dólares que lo respalda en la actualidad; es la columna vertebral detrás del crecimiento del mercado inmobiliario estadounidense.

En 1991, los congresistas Barney Frank y Joe Kennedy hicieron cabildeo para suavizar las reglas que aplicaban a la compra de hipotecas que

financiaban proyectos multifamiliares, a pesar de que éstas tenían un nivel de mora de más del doble que viviendas unifamiliares.<sup>9</sup> En 2003, Frank dijo en una entrevista con Kathleen Day del *Washington Post* (el 8 de octubre) que estaba en desacuerdo con las medidas de la administración del presidente George W. Bush que buscaban darle flexibilidad a las agencias para ser más selectivas en el uso de recursos fiscales, diciendo que éstas sacrificarían a los consumidores buscando simplemente reducir riesgos de mercado, y semanas antes había dicho en una entrevista con el *New York Times* que se exageraban los problemas de estas agencias. Ambas habrían de ser declaradas en quiebra cinco años más tarde y la oficina presupuestal del Congreso estadounidense (**cbo**) estima que el gobierno tendrá que inyectarles en total 389 000 millones de dólares en los próximos nueve años (llevan ya 150 000 millones) y no hay que perder de vista que ese cálculo no incluye otra potencial baja en el precio de los inmuebles.

# LA CAÍDA EN LA RENTABILIDAD DE LOS BANCOS

Como dije anteriormente, un eficiente catalizador para provocar la crisis actual fue la fortísima emisión de dinero a la que recurrió la Reserva Federal de Greenspan después del desplome de las *punto com*. En ese entonces, se decía que ésa sería una medida eficiente para elevar el precio de otros activos y compensar por el “empobrecimiento” que se había generado por la pérdida de billones (millones de millones) de dólares en la valuación de las acciones (que se reflejaba directamente en la menor valuación de las carteras de inversión de las familias estadounidenses) y que afectaba la disposición de éstas para consumir. Así, se veía con beneplácito que los precios de las casas, el principal activo de las familias estadounidenses, subiera.

Hago un paréntesis aquí para señalar que ése es justo el mismo motivo por el que la Reserva

Federal de Bernanke habría impreso más de dos y medio billones (millones de millones) de dólares para fines de 2010. Ahora, de lo que se trata es de compensar por el desplome en el valor de las casas. Así como en aquella crisis la liquidez fue a parar donde no se esperaba, inflando una burbuja en el mercado inmobiliario, la de hoy irá a inflar burbujas en los mercados de bonos y en mercados emergentes. La diferencia entre aquella y ésta es que con aquélla se logró impulsar el consumo, conforme la gente sintió que su casa ahorra por ellos; ahora no hay un activo que tenga la importancia para compensar la caída en el precio de las casas, el principal activo de las familias. Por ello, optarán por simplemente ahorrar cualquier plusvalía que logren con sus inversiones en bonos o acciones como medida para reducir sus altísimos niveles de endeudamiento. Por ello, la presión deflacionaria está hoy mucho más presente que nunca. Aquí termino el paréntesis.

La fortísima caída en las tasas de interés tuvo un

impacto negativo en la rentabilidad de los bancos porque junto con las tasas cayeron los diferenciales que se pagan por riesgo crediticio. Déjenme explicar. Cuando un banco presta dinero, su prioridad número uno es recibirlo de regreso. Evidentemente, estará dispuesto a cobrarle menos a quien parece seguro que pagará de regreso que a aquel que no lo parezca. Eso es válido a todos los niveles. El gobierno de Estados Unidos paga menos para colocar bonos que el gobierno de Chile, éste paga menos que México, éste paga menos que Argentina y ésta paga menos que Venezuela. Coca Cola paga menos que General Motors y un individuo que lleva 20 años en el mismo empleo y nunca ha dejado de pagar su hipoteca o tarjetas de crédito pagará menos que alguien que no manejó bien su crédito o que alguien que nunca lo ha tenido (pues no ha podido probar que paga). Así de simple. Sin embargo, hay momentos en los que la diferencia entre unos y otros es pequeña y momentos en que no lo es. Usualmente, esa diferencia se hace mayor en la medida en que haya menos liquidez en

el mercado y que la situación se perciba como más riesgosa y volátil.

A partir de 2002, conforme el mercado fue recibiendo la enorme liquidez generada por la Reserva Federal, los diferenciales se fueron comprimiendo. En el caso de deuda corporativa típica, los diferenciales sobre la deuda del gobierno bajaron de alrededor de tres puntos porcentuales (300 centésimas de punto o “puntos básicos”, como se dice en el argot financiero) a cerca de un punto porcentual (o cien básicos) entre 2004 y 2006. En el caso de deuda de baja calidad crediticia —conocida como “chatarra” o *high yield* en inglés— bajó de alrededor de 12 puntos porcentuales (1 200 básicos) a alrededor de tres (300 básicos).

Las implicaciones para los bancos eran muy claras: la contracción de los diferenciales los forzaban, si querían mantener su rentabilidad, a aceptar mayores riesgos. Esto lo podían hacer ya sea apalancando más su capital o tomando mayor

riesgo de crédito. Hicieron las dos cosas.

Primero, los bancos comerciales idearon formas de darle la vuelta a la regulación existente. Los Acuerdos de Basilea establecen los niveles de capitalización que deben tener los bancos. Para explicarlo en forma sencilla, imagínese que usted quiere poner un banco y tiene un millón de dólares para invertir en el proyecto. Usted puede aportar al banco ese millón de dólares como capital y después podrá salir a recibir depósitos del público y buscar líneas de crédito con otros bancos para hacerse de recursos que usted, posteriormente, podrá prestarle a individuos que quieran hipotecas, tarjetas de crédito u otros préstamos; le podrá prestar a empresas que busquen invertir en planta o equipo nuevo, o que simplemente necesiten capital de trabajo (para financiar su nómina, por ejemplo) o, incluso, podría financiar al gobierno, comprando bonos del tesoro. Su objetivo como banco será fondearse tan barato como sea posible y colocar sus recursos tan caro como sea posible.

Para bajar su costo de fondeo, usted tratará de pagar tan poco como el mercado le permita por depósitos, se beneficiará de los recursos en chequeras por las que prácticamente no pagará nada y pedirá líneas de crédito baratas. Al colocar sus recursos, buscará la tasa más alta que pueda cobrar por crédito, sin correr el riesgo de que no le paguen lo que prestó.

Sin embargo, los Acuerdos de Basilea establecen, entre otras cosas, cuánto de los activos que usted presta tiene que provenir de capital. Si los acuerdos establecen que 8% de lo que el banco preste tiene que ser capital propio, eso quiere decir que el remanente 92% puede venir de fuentes como depósitos o líneas de crédito con otros bancos. Básicamente, se puede decir que se prestan más o menos 12 veces (11.5, para ser exactos) lo que los accionistas aportaron. Si en promedio uno obtuvo un diferencial de 1% entre el costo al que se fondea y el costo al que coloca sus recursos, la rentabilidad del capital será de 12%. La rentabilidad sube, entonces, ya sea

porque uno logre más diferencial, o porque consiga que el capital requerido fuese menos de 8% del préstamo. ¿Pero si esta última cifra fue adoptada por acuerdos internacionales y, por ende, reflejada en las regulaciones locales, cómo darle la vuelta? Fue justo ésa una de las áreas de mayor creatividad por parte de los bancos.

### *SPECIAL INVESTMENT VEHICLES (SIV)*

Ante el colapso de los diferenciales, los bancos comerciales internacionales decidieron crear empresas que estarían fuera de sus balances. Éstas serían algo así como un hijo bastardo cuya paternidad todo mundo conoce, aunque no es oficial. Bancos como Citibank, por ejemplo, crearon incontables empresas en paraísos fiscales, generalmente conocidas como **siv** (siglas en inglés de “vehículos de inversión especial”).

Éstas serían empresas que se fondearían directamente en los mercados, típicamente mediante la emisión de papel comercial (deuda

de corto plazo) y utilizarían esos recursos para comprar instrumentos de inversión de más largo plazo y con más riesgo crediticio, desde bonos hipotecarios hasta bonos que estaban avalados con crédito para la compra de automóviles, crédito a estudiantes, etcétera. A pesar de que estas estructuras no eran formalmente parte de los bancos que estaban detrás, las agencias calificadoras les asignaban calificaciones de crédito similares a las de sus “dueños”, asumiendo que en caso de un quebranto éstos responderían.

¿Y por qué formar estas empresas en paraísos fiscales? Primero, evidentemente, por la posibilidad de acumular la utilidad libre de provisiones fiscales; pero, además, porque estas empresas podían emitir deuda sin tener que responderle a reguladores en jurisdicciones más complejas. Así, los **siv** tenían posibilidad de apalancar su pequeño capital casi en forma ilimitada, lo cual también las hacía extraordinariamente rentables.

Sin embargo, la operación habría de reventar por ambos lados. Primero, el hecho de que estas entidades estuviesen financiándose con deuda de corto plazo pero invirtiendo en instrumentos de largo plazo generaba un riesgo de renovación (*rollover risk*). El modelo asumía que siempre que venciera un papel comercial a tres o seis meses, por ejemplo, sería posible emitir otro en forma instantánea. A fines de 2005, había más de 200 000 millones de dólares en estas estructuras. En 2007, estas entidades fueron de un punto de certeza total de encontrar financiamiento (a tasas sólo un punto porcentual por encima del costo de financiamiento de los bancos que las respaldaban) a una ausencia total de financiadores en el mes de octubre. Esa situación forzó al gobierno estadounidense a anunciar la creación de un súper **siv** para ayudar a los bancos en dificultades; esta estrategia no funcionó, y posteriormente bancos como Citibank salieron a rescatar sus **SIV** con recursos propios en diciembre. Los rescates de esas estructuras absorbieron casi la totalidad de las utilidades

reportadas por bancos como Bank of America y Sun Trust en el cuarto trimestre de 2007. Pero el problema no fue sólo para bancos estadounidenses, pues Northern Rock — el banco inglés— también sufrió enormes descalabros con estructuras similares.

Pero además de los problemas para fondearse, los bonos en los que invirtieron estas entidades también reventaron. Muchos de los bonos con garantía hipotecaria sufrieron enormes pérdidas, por lo cual los **sv** fueron ahorcados por los dos lados. Para explicar el problema con la hipoteca, hablaré un poco más adelante de otra faceta de la creatividad de los bancos con la práctica de “rebanar” bonos hipotecarios y con los préstamos *Ninja*.

Digamos, en conclusión, que los **sv** le permitieron a los bancos recuperar rentabilidad, a pesar de la caída en diferenciales, debido a que les permitió apalancar su capital mucho más allá de lo que la regulación local les exigía. Éstos

contribuyeron generosamente a la rentabilidad de los bancos entre 2004 y 2007 y proveyeron cuantiosos recursos que los bancos pudieron utilizar para titularizar hipotecas (ahora lo explico) en un momento en el cual la demanda por hipotecas era colosal ante la fuerte alza en el precio de los inmuebles. A fines de 2007, los **siv** se volvieron un tremendo dolor de cabeza. En forma más que coloquial, para aquellos que no entienden mucho de finanzas bancarias, la situación de los bancos estadounidenses es comparable a que un señor tuviera una amante que trabaja y genera buenos ingresos. El ingreso de ella les permitirá viajar juntos, ella le hará regalos a él y saldrán a los mejores restaurantes con la tarjeta de crédito de ella. Después, ella queda embarazada y deja de trabajar. Ahora, él no sólo no tendrá el ingreso que la amante generaba, sino que además tendrá que mantenerlos a ella y al hijo. Así, después del colapso, los bancos pasaron de beneficiarse por los **siv**, a tener que consolidar las pérdidas ocasionadas por éstos en el peor momento posible, cuando los propios

bancos estaban quebrando.

# TITULARIZACIÓN CREATIVA DE HIPOTECAS

Para explicar la creatividad, les pido un poco de paciencia para que pueda describir cómo es una titularización normal. El señor Smith va a una sucursal del Banco de la Ilusión a solicitar una hipoteca a 30 años a una tasa de 5%. El banco se la otorga. Evidentemente, el banco no se quedará 30 años sentado, esperando a que el señor le pague; entonces, para recuperar su dinero, le venderá esa hipoteca a alguna agencia federal como Fannie Mae. Esta entidad, juntará muchos bonos con características similares, que le ha comprado a muchos bancos y los paga con el producto de la venta de bonos hipotecarios en el mercado. Éstos, digamos, pagan una tasa de 4% a infinidad de inversionistas de todo tipo que los adquieren. Esto deja a todo mundo feliz. El señor Smith que fue a pedir una hipoteca ahora puede comprar una casa; el Banco de la Ilusión le cobró a este señor comisiones por la operación y recupera su liquidez al venderle la hipoteca a

Fannie Mae (por lo que puede volver a dar otra hipoteca y cobrar otra comisión), Fannie Mae gana una utilidad al quedarse con el 5% que pagará el señor Smith cada año por los próximos 30 años, pero pagar sólo el 4% a quienes compraron su bono hipotecario; por último, el ahorrador queda feliz porque recibirá una tasa de 4% por un bono bastante seguro (pues está emitido por Fannie Mae y él asume que tiene una garantía del gobierno).

¿Se acuerdan de todos esos políticos de los que les platiqué hace rato y que se comprometieron a que todo mundo tendría vivienda? El problema empieza a surgir cuando muchos individuos, a diferencia del señor Smith, no son sujetos de crédito. Para explicar, identifiquemos a uno: el señor Jones. El señor Jones es obrero en una fábrica, en la cual lleva trabajando dos años y antes estuvo desempleado por otros dos; en esos años, dejó de pagar sus tarjetas de crédito y ahora ya no puede pedir prestado. Pero tiene tres hijos y ahora tener casa propia. Evidentemente, por cada señor Smith hay varios Jones. En el caso de Smith

no se le puede cobrar mucho por la hipoteca porque, dado que tiene un buen historial de crédito, cualquier banco le prestaría.

La probabilidad de recibir el dinero de regreso es muy alta. En el caso de Jones, la historia es diferente. Se le podría cobrar mucho, pues nadie quiere prestarle y, además, existe una alta probabilidad de que no pague de regreso.

Acuérdese de que este ejemplo está ocurriendo en un momento en el que los bancos están viendo cómo los premios por tomar riesgo están cayendo, hay mucha liquidez en el mercado pues la Reserva Federal ha estado imprimiendo y los políticos los están presionando para que le presten a la gente pobre, pues ellos también merecen tener casa propia. Ahí, entonces, surge la creatividad de los bancos.

Al analizar la situación, los bancos se dan cuenta de varias cosas. Primero, saben que ese mercado es colosal y ellos ganan dinero — fundamentalmente — por las comisiones que

cobran al hacer la operación crediticia.

Además, es justo cobrarle al señor Jones mucho más que a Smith, reflejando que prestarle a él implica mucho mayor riesgo crediticio.

Entonces, pensemos que en vez de 4%, al señor Jones le podemos cobrar 10%. Ya si el señor Jones va a pagar o no, será problema de otro, siempre y cuando logre deshacerse de la papa caliente y titularizar la hipoteca. Si logran eso, el riesgo deja de estar en sus manos y pasa a estar primero en las de Fannie Mae (que también se apresura a deshacerse de la papa) y después en las de quien haya comprado el bono respaldado por esa hipoteca. ¿Pero cómo hacer que esa hipoteca riesgosa sea potencialmente titularizada? La primera premisa es asumir que los bienes raíces no van a bajar de precio (no van a hacer más tierra, ¿se acuerdan?), la segunda premisa es empaquetar esa hipoteca con otras similares para rebanarla en pedazos y distribuir el riesgo. Nace así la deuda *subprime*. Permítame explicarle.

Imagínese que usted toma a 100 potenciales

compradores de inmuebles, todos igualitos al señor Jones y les da un crédito hipotecario a todos. Para hacer números, imagine que le dio 100 000 dólares a cada uno, o sea que otorgó 10 millones en total. Usted asume que, difícilmente, los 100 van a quedarse sin empleo a la vez (más en 2006, con la economía mostrando 4.4% de desempleo). Digamos que, en condiciones normales, cuatro o cinco de ellos pudieran perder el empleo cada año. Si tomo las 100 hipotecas como paquete, ¿cuál será la probabilidad de que no haya cuando menos 10 de esos 100 que paguen su hipoteca? Seguro, cuando menos, 10 pagan. Entonces, procede a “rebanar” el paquete y emite un bono por un millón de dólares, 10% del total, que va a pagar una tasa de 4%, igual que si hubiese titularizado la deuda de Smith. Incluso, va con Moody’s o Standard & Poor’s, empresas calificadoras de riesgo y les pide que califiquen la emisión del bono. Al ver su modelo, deciden que esa deuda es **aaa**, a pesar de que si hubieran calificado el perfil de crédito de Jones, él jamás hubiera obtenido más que un **b o**

**ccc** (calidad de deuda chatarra). Al hacer esto, está pagándole a quienes compran sus bonos hipotecarios tasa de **aaa** (es decir, baja) y cobrándoles a los 100 Jones del modelo una tasa de **b** o **ccc** (alta). Pero sigamos con el ejemplo. Emite otro bono por un millón y éste va a ser cubierto por los siguientes 10 que paguen. Entonces, asume que tiene más riesgo que el anterior, pero no mucho más pues es bien probable que haya 20 en total que sí van a poder pagar. Esa rebanada la califican como **aa** y va a pagar una tasa de 4.5%. Y así sigue hasta que en la última rebanada se quedarán los últimos que paguen. Sin embargo, recuerde que las 100 hipotecas, por un valor total de 10 millones, pagan tasas de 10%; es decir, que cobrará un millón de intereses cada año. Sin embargo, por la primera rebanada va a cobrar 100 000 y pagará sólo 40 000. Por la segunda cobrará 100 000 y pagará 45 000 y así sucesivamente. Esto quiere decir que para la última rebanada, quizá le queden 640 000 dólares de ingreso excedente para tomar el “riesgo” sobre ella. Esa rebanada,

entonces, se la puede usted vender a un comprador especulativo, quien está dispuesto a tomar el riesgo de que varias de estas personas no paguen, pero cuya utilidad puede ser enorme.

Claramente, mientras los precios de los inmuebles no bajen, la creativa solución funciona y satisface las necesidades de todos. El origen de la solución está en la satisfacción de la enorme demanda por vivienda de millones de familias que nunca tuvieron la posibilidad de financiar la adquisición de una vivienda. La cadena de bonos de todas las calidades crediticias es posible sólo porque se logra “empaquetar” a estos deudores que, dado su cuestionable perfil crediticio, están dispuestos a pagar tasas altas por el crédito hipotecario. En un entorno de tasas bajas, el “empaquetamiento” generó infinidad de posibilidades. A partir de ese frágil deudor se emitieron bonos **aaa** para satisfacer el apetito de los grandes clientes institucionales en busca de papel seguro y en el otro extremo se emitieron instrumentos altamente especulativos para *hedge funds*

ávidos de tomar riesgo potencialmente muy rentable. Se satisfizo la necesidad de todos los tipos de instrumentos y de todas las tolerancias a riesgo posibles: un negocio redondo. Durante años, éste dio de comer a muchos banqueros, particularmente debido a que el elemento que cimentaba toda la operación no eran los deudores con perfil de crédito dudoso, sino los inmuebles mismos que fueron adquiridos con ese crédito, cuyos precios estuvieron sólidamente al alza por años.

A riesgo de confundirlos, permítanme agregar la siguiente variable a la ecuación. ¿Recuerdan que antes les dije que la mayoría de los potenciales compradores de una casa se fijan solamente en el monto que tendrán que pagar cada mes por su hipoteca más que en el precio mismo del inmueble? Esto hacía que pagar una tasa de 10%, por ejemplo, por una hipoteca ahuyentara a muchos potenciales compradores. Entonces surgió la siguiente idea genial en la codiciosa mente de los banqueros: las

tasas ajustables y las *teaser rates*, que se traduciría al español algo así como tasas anzuelo.

Lo que los bancos hicieron es, primero, ofrecer tasas que simplemente se ajustarían periódicamente conforme las tasas se movieran en el mercado, en vez de ofrecer una tasa fija a plazos largos, donde el banco toma el riesgo de que en 10 o 15 años, la tasa que paga el cliente por su hipoteca sea inferior a la que ellos tienen que pagar a quienes les depositan sus ahorros. Eso permitía ofrecer tasas más bajas en ese momento, dado el entorno. Pero la segunda herramienta, la tasa anzuelo, fue el arma más poderosa. Los bancos ofrecieron a los nuevos contratantes de hipotecas tasas espectacularmente bajas durante los primeros dos años del crédito, pero que posteriormente se ajustaban a niveles de mercado (e incluso un poco más arriba del mercado para compensar por lo que no se pagó en los primeros dos). Imagínese la “extraordinaria” oportunidad de hacerse de un inmueble a tasa de entrada de 2 o 3% (y

cuán atractiva se veía esa adquisición). ¿Pero qué no sabían que la tasa iba a subir después?

Dentro de la euforia irracional que caracteriza a toda burbuja, había esa desesperación por hacerse de uno o más inmuebles a como diera lugar, antes de que los precios siguieran su vertiginosa carrera al alza; el precio de compra era lo de menos, pues seguro sería superior al día siguiente. Y durante algunos años esas compras absurdas funcionaron. La estrategia era comprar con una tasa anzuelo el inmueble más caro posible. Evidentemente, una vez que ésta se ajustara a niveles de mercado, el deudor no tendría posibilidad alguna de cubrir los pagos mensuales, pero esto sería un par de años más tarde y, para entonces, seguramente el precio del inmueble ya sería mucho mayor y ahí sería posible contratar una segunda hipoteca y con ella cubrir los pagos mensuales.

Les doy un ejemplo. Imaginen una persona que compró una casa de 100 000 dólares, dando un enganche de 10% (10 000 dólares). Toma una

hipoteca a 30 años que tiene una tasa anzuelo de cero por ciento a dos años y después se ajusta a diez por ciento por el remanente del plazo. Los pagos mensuales subirían de alrededor de 300 dólares por mes a casi 900. En nuestro ejemplo, el deudor puede pagar 300, pero no puede pagar 900. Afortunadamente para él, en los dos años de tasa cero el precio de su inmueble subió 30%. Lo que hará, entonces, será tomar una segunda hipoteca en base al nuevo avalúo de la casa. En estricto sentido, podría sacar la totalidad de los 30 000 dólares que subió el precio del inmueble y con ellos cubrir años de pagos mensuales, o comprarse esa televisión de pantalla plana de 50 pulgadas que vio en el Wal

Mart para ver en ésta el *Super Bowl* e irse de vacaciones a Cancún Conforme los precios de las casas subían, las familias las empezaron a utilizar como una especie de cajero automático mágico que les permitía comprar todo lo que siempre soñaron Mientras los precios subían, pagaron religiosamente sus hipotecas y alimentaron a todas

las rebanadas de bonos hipotecarios.

Como dije antes, es un lugar común, y en mi opinión absurdo, pensar que estos procesos ocurrieron porque los banqueros querían abusar de la gente.

Para cualquier banco, el negocio es prestar y que le paguen lo que prestó. Por alta que sea la tasa implícita en el préstamo, no recuperar el capital mata el negocio a pesar del proceso de titularización. Conforme los precios de los inmuebles subieron, el apetito por éstos creció, aumentó la presión política para que se idearan instrumentos que permitieran que las masas participaran de la bonanza, se incrementó la codicia de los intermediarios y creció el número mismo de intermediarios y los tipos de éstos. Inmuebles más caros atraieron a los compradores, incluso a aquellos con altas calificaciones de crédito, hacia hipotecas de tasas variables, conocidas como *ARM (ADJUSTABLE RATE MORTGAGES)*.

El elemento que más confunde a todos los que participan en este mercado, o en cualquier otro es la continua alza en los precios. Esto es lo mismo que ha ocurrido por siglos, literalmente, desde la burbuja de los tulipanes en Holanda en el siglo **xvn**; en la de Mississippi y la de los Mares del Sur en el siglo **xviii**; o en la de los años veinte, la de Japón y la de las *punto com* en el siglo **xx**, siempre se piensa que la realidad ha cambiado, que hay algo que esta vez justifica el alza continua. En el caso del mercado inmobiliario en los años posteriores al estallido de la burbuja de la internet, no había razón para justificar que los precios en las principales 10 ciudades estadounidenses aumentaran 88.5%<sup>10</sup> entre junio de 2001 y junio de 2006. En condiciones normales, los precios a nivel nacional han aumentado alrededor de 1% en términos reales (es decir, por encima de la tasa de inflación). Los periodos de mayor crecimiento han tenido, comúnmente, explicaciones demográficas, como en los setenta cuando los *baby boomers* empezaron a formar sus familias y

demandaron vivienda.

Conforme los precios subieron, aumentó la agresividad de los bancos y ocurrió no porque éstos participaran dentro de una gran confabulación para quitarle sus casas a las familias pobres, como parece hoy neciamente suponerse, sino porque ellos mismos estaban deslumbrados por el mismo espejismo. En 2005 recibí la llamada de un banco bien conocido para intentar ofrecerme una hipoteca y comprar la casa de mis sueños. En forma inaudita, cuando pregunté cuánto del precio tenía que poner yo de enganche, me dijeron que 5% y me ofrecieron una hipoteca por 110% del precio del inmueble (usted sabe, para arreglarla un poco). Su lógica era que conforme los precios siguieran subiendo, el valor del colateral iría creciendo también y, por ende, su riesgo iría disminuyendo. Era más importante, en ese momento, ganar participación en el mercado. La forma de hacerlo fue, entonces, estando dispuestos a aceptar enganches más bajos y ofreciendo

tasas variables que permitían, de entrada, tasas nominales más bajas.

Todo el mercado de hipotecas se deterioró con base en la “certeza” de que los precios seguirían subiendo. En 2003, sólo una de cada 10 hipotecas otorgadas era *subprime*; para 2006, cuatro de cada 10 lo eran. Una de cada 10 hipotecas en 2003 se hacía a tasa ajustable (**arm**), tres de cada **10** en 2006. Si medimos cuánto del valor total de las propiedades hipotecadas era cubierto con capital (y no con crédito bancario); en 2003 eran casi 20 centavos de cada dólar; en 2006 eran sólo trece. Esto quiere decir que desapareció el colchón necesario por si los precios no sólo dejaran de subir sino que bajaran

Dejemos claro, de una vez por todas, que nadie participó en este proceso pensando que le estaba haciendo mal a alguien, o a pesar de tener la certeza de que el mercado estuviera por reventar, pues en ese momento la bonanza parecía eterna. Las burbujas se forman y

crecen precisamente porque los participantes en ésta están convencidos de que no comprar es un error, de que los precios seguirán subiendo y por cada argumento a favor de la cautela surgen 10 que motivan a la toma de riesgo. Ahora que sabemos cómo acabó esa historia, a todos les parece evidente que los bancos debieron ser más cuidadosos, que el gobierno debió poner obstáculos para impedir la toma de riesgo, que las calificadoras de riesgo debieron saber que las cosas no tenían sentido, que Fannie y Freddie jamás debieron titularizar ese tipo de hipotecas, que los desarrolladores nunca debieron ser tan agresivos para construir y endeudarse tanto para hacerlo, etc., etc. Pero veámoslo en otro contexto, en el de una burbuja en pleno proceso de formación como la del mercado inmobiliario chino. En éste, la gente se está endeudando hasta el límite para comprar su tercera o cuarta propiedad, “porque nadie va a hacer más tierra”, “porque son muchos chinos”, “porque están en pleno proceso de formar su clase media”, “porque el futuro les pertenece”, etc., etc. Y a todos se les

olvida que, eventualmente, el problema será de los bancos, cuando la burbuja revienta.

## CONFLICTOS DE INTERÉS ENTRE PARTICIPANTES EN EL MERCADO

Habiendo dicho eso, es cierto que una parte importante de los problemas que surgieron con el negocio inmobiliario provinieron de las motivaciones encontradas entre los distintos participantes en éste. En cierta forma, las estrellas se habían alineado debido a que la demanda por vivienda que provenía de la parte más “pobre” de la sociedad era colosal. Como dije antes, ésta fue alimentada por la enorme necesidad tanto de fondos de pensiones que buscaban inversiones de alta calidad crediticia como de especuladores que buscaban rendimiento; tanto por el hambre de los políticos que añoraban el beneficio que provenía de ofrecer grandes proyectos de vivienda a su clientela como por el beneficio económico a la larguísima cadena de

intermediarios que fue surgiendo conforme el mercado crecía.

¿Recuerdan una vieja película en blanco y negro de Frank Capra, protagonizada por James Stewart, que siempre pasan en Navidad y que en inglés se llama *It's a Wonderful Life* {*Qué bello es vivir*, en una de sus traducciones al español)? En ésta, el protagonista es dueño de una empresa financiera que simplemente recibe depósitos del público y con éstos financia adquisiciones de inmuebles, así de sencillo. Si quien debe no paga, no hay con qué pagarle al depositante y la empresa quiebra y el malvado señor Potter se adueña del negocio pues sólo él puede recapitalizarlo. El mundo ha cambiado tanto como la tecnología para hacer películas y las tramas de éstas.

Para empezar, como dije antes, ahora los bancos colocan la hipoteca, pero hay intermediarios entre quien la da y quien la recibe. Surgieron infinidad de corredores de hipotecas; empresas dedicadas a buscar la mejor tasa posible para el cliente. Los

corredores generan su ganancia en forma de una comisión por cada transacción que cierran. Una vez que lograron poner en contacto al oferente con el demandante, ellos desaparecen de la escena y se van a buscar la siguiente transacción. ¿Pero qué le pasa al corredor si el deudor, al paso de los años, deja de pagar? Nada. Y —al no tener riesgo alguno— los corredores de hipotecas empezaron a empujar al deudor a falsificar información. La gente empezó a mentir sobre su ingreso, sobre la existencia o no de otras hipotecas, sobre otros tipos de endeudamiento, antigüedad en el empleo, etc., la que dio lugar a los infames créditos *Ninja* (acrónimo en inglés de préstamos en los que el contratante de la hipoteca tiene “*No Income, No Job, no Assets*” decir, a pesar de no generar ingreso alguno, de estar desempleado y de carecer de activos para respaldar el préstamo, lo sigue obteniendo). En forma increíble, los bancos no tenían procedimientos para revisar los datos y eso se debe a otro conflicto evidente. Recordemos que los bancos le venden sus hipotecas a Fannie y Freddie. Entonces, su riesgo por haber dado una

mala hipoteca dura simplemente el periodo que tarde entre el instante en que da el crédito y el momento en que lo traspasa a las agencias. La utilidad para el banco proviene, principalmente, de una serie de cuotas y cobros fijos por cada expedición de crédito; mientras más hipotecas da, más gana. Si en unos años el deudor deja de pagar, pues ya será problema de Fannie y Freddie.

¿Y Fannie y Freddie cómo ganaban dinero? Otra vez, mientras más grande sea el mercado, mejor. Al final del día, había una contradicción enorme debido a que muchos ejecutivos de estas empresas tenían tortísimas ligas con el establecimiento político, principalmente del Partido Demócrata. Generaban utilidades a manos llenas al financiarse con ínfimos costos, pues el mercado las veía como entidades gubernamentales (aunque sólo lo fueran parcialmente), mientras que colocaban bonos hipotecarios a tasas mucho mayores. Mientras más crecía la hoja de balance de estas empresas, más ganaban; mientras

más ganaban, los bonos de fin de año que cobraban los directores eran mayores. Entre 1998 y 2003, la compensación total de los cuatro principales ejecutivos de Fannie Mae — Franklin Raines, Timothy Howard, Jamie Gorelick y Jim Johnson, todos demócratas prominentes— sumó casi 170 millones de dólares. El **ceo** Franklin Raines recibió más de 90 millones durante ese periodo. En sus años a cargo de esa entidad, apoyó decididamente los programas políticos de vivienda popular como la Community Reinvestment Act (Ley de Reinversión Comunitaria), y ya en un tema digno de la mejor telenovela latinoamericana, se dice era el amante del abiertamente homosexual Barney Frank, representante demócrata del cuarto distrito de Massachusetts en el Congreso y quien desde 1981 es presidente del Comité de Servicios Financieros de la cámara baja. Sí, el mismo Barney Frank que fuese uno de los congresistas más críticos en las audiencias celebradas para establecer las faltas cometidas por Wall Street en la debacle reciente y quien insistiera en la

necesidad de regulación más estricta y que ahora es el precursor de la reforma financiera de la administración de Obama, por 16 años fue el más recio opositor a cualquier cambio en la regulación que implicara un mayor escrutinio de las agencias federales Fannie Mae y Freddie Mac. En 2003, al discutirse una iniciativa republicana para promulgar la Secondary Mortgage Market Enterprises Regulatory Improvement Act (Ley para la Mejora Regulatoria de las Empresas del Mercado secundario de hipotecas), Frank dijo públicamente “creo que es claro que Fannie Mae y Freddie Mac son suficientemente seguras y no presentan mayor riesgo... no creo que estemos enfrentando una crisis; no creo que tengamos un desastre en ciernes... Fannie Mae y Freddie Mac hacen un muy buen trabajo y no ponen en peligro la salud fiscal de este país”. Como dije antes, el gobierno federal ya les ha inyectado 150 000 millones de dólares y la oficina presupuestal del Congreso estima que necesitarán 389 000 millones en total en los próximos años. Le apuesto a que necesitarán mucho más que eso, pues esa

cifra se calculó suponiendo una recuperación en el empleo en los próximos años y niveles de crecimiento económico que no se van a dar.

El proceso de otorgamiento y titularización de hipotecas estaba, entonces, plagado de conflictos de interés, y la cereza en el helado la pusieron las calificadoras de riesgo Standard and Poors, Moody's y Fitch. En un evidente conflicto de interés, las empresas o gobiernos que emiten bonos les pagan a las calificadoras para que den su opinión sobre un solo aspecto del bono: la capacidad de que el emisor le pague de regreso al tenedor del bono. Un bono **aaa** ofrece, prácticamente, la certeza total de pago; el emisor de un bono **ccc** tiene una alta probabilidad de no pagar y, por ello, tendrá que compensar por ese riesgo crediticio con una tasa mucho más alta que el bono "seguro". El agresivo proceso de titularización requería, básicamente, que las calificadoras le dieran su bendición a un bono hipotecario que decía ser **aaa**, a pesar de que el adeudo subyacente era de alto riesgo. Sin esta

confirmación, el resto del esquema hubiese sido imposible. Una vez más, el conflicto de interés llevó a que las agencias fuesen más comparsa que defensa; estuvieron dispuestas a participar en el juego debido a que éstas ganan dinero por cada emisión de bonos que califican; a más emisiones, más ingresos.

Espero haber dejado claro en tan compleja (y espero no demasiado aburrida) explicación no solamente que un enredo tan colosal fue culpa de todos, sino también que al estar todos involucrados las soluciones se hacen infinitamente más complejas, debido a que son exactamente los mismos actores que lo causaron quienes hoy intentan proponer soluciones. Éstas presentan enormes contradicciones, pues hay demasiados interesados en que no se hagan evidentes las fallas, ineptitud, conflictos de interés, corruptelas y prácticas negligentes que se han ido acumulando por décadas.

En mi opinión, una crisis como la que hemos

vívido, la más severa desde la Gran Depresión, debería invitar a que se definan prioridades, y la más urgente debe ser asegurarse de que el sistema funcione sin distorsiones.

Es extraordinariamente peligroso permitir que se gane capital político suponiendo que quienes contrataron hipotecas absurdas fueron víctimas del engaño de los perversos banqueros. Sin pretender asumir que éstos son hermanas de la caridad, hay que observar que en la explosión de la burbuja inmobiliaria hubo perdedores en todos los niveles.

## GLOBALIZACIÓN DE LA CRISIS

La burbuja inmobiliaria estadounidense tuvo agravantes que provinieron de circunstancias especiales en otros países. Una muy importante provino de la acumulación sin precedente del ahorro en países como China y en países exportadores de petróleo. Una parte importante de la demanda por los bonos titularizados por Fannie Mae y Freddie Mac

fue generada por éstos. El ambiente de alta liquidez generado por la Reserva Federal se combinó con abundante ahorro en busca de dónde estacionarse. Esto generó un ambiente de tasas de interés bajas a nivel global. Por ende, las causas de la formación de la burbuja inmobiliaria no fueron exclusivas de Estados Unidos.

En mi opinión, es un error ver fenómenos como la inusual alza en los precios de los inmuebles estadounidenses o europeos como si fuesen fenómenos aislados. En un mundo globalizado, lo que ocurre en una región con frecuencia influye en otra. Por ello, debe despertar preocupación y sospecha cuando el banco central de un país acumula reservas internacionales que equivalen a alrededor de la mitad del producto interno bruto generado por esa economía. Muchos admiradores de China ven en esa acumulación una muestra de fortaleza; creo que están equivocados.

Es importante entender que China está tratando de

replicar el modelo japonés que generó fuerte crecimiento económico en los años setenta. Como en éste, la ayuda de una moneda débil se constituye en un elemento fundamental.

En la medida en que el yen era débil, la competitividad internacional de los productos japoneses crecía. Hoy ocurre lo mismo con el renminbi chino. Puede haber casos en los que un país tenga una moneda débil por razones “legítimas” Por ejemplo, si hay poca demanda transaccional por esa moneda ya sea porque es un país que atrae poca inversión internacional (por el motivo que sea), porque los mercados financieros locales sean poco atractivos para inversionistas internacionales, etc. Sin embargo, en el caso de China sabemos que la inversión internacional ha fluido hacia este país a manos llenas, tanto para hacer inversión en el desarrollo de industrias y empresas como para comprar bienes raíces y activos financieros. Esa demanda debería, naturalmente, incrementar la el precio del renminbi. Cada vez que

un empresario estadounidense, por ejemplo, decide abrir una planta en China, tiene que llevar sus dólares a China para cambiar los renminbis para pagar terrenos, construir, comprar insumos locales y eventualmente pagar los salarios de los trabajadores. Lo mismo ocurre cuando un especulador de cualquier país quiere comprar condominios o acciones. Si la demanda por renminbis excede a la demanda de individuos y empresas locales por bienes importados o por inversiones en el extranjero, entonces el renminbi se revalúa.

Evitar esa revaluación es, entonces, una medida de política económica que tiene un objetivo doble. Primero, se busca que sea más atractivo invertir en China e incrementar la competitividad en términos internacionales de los productos que exporta China. Segundo, busca encarecer, medido en renminbis, el precio de cualquier producto que China importa. Es oportuno recordar también que la posibilidad de que los chinos inviertan en el exterior está limitada por ley; de hecho, la fuga

de capitales se sanciona —ni más ni menos— con la pena de muerte.

Conforme el banco central chino decide “manipular” el tipo de cambio, tiene que hacerlo generando demanda “artificial” por dólares y lo hace emitiendo renminbis. Cada vez que entran dólares que buscan invertir localmente, el banco central tiene que comprarlos, intercambiándolos por renminbis. Posteriormente, “esteriliza” esa emisión, pues de no hacerlo el crecimiento en el circulante seguramente tendría consecuencias inflacionarias. Para “secar” ese exceso de liquidez, la “esponja” que usa es la emisión de deuda denominada en renminbis. Al emitir bonos, el que los compra está dispuesto a ceder su liquidez durante el plazo del bono a cambio de una tasa de interés.

Esta decisión de política económica que busca entonces mantener el renminbis artificialmente débil tiene dos consecuencias (entre muchas otras) relevantes para lo que aquí

analizamos. Primero, fuerza a la emisión de enormes cantidades de bonos denominados en renminbis, más mientras mayor demanda haya por inversión en China. Segundo, genera un crecimiento en las reservas internacionales en las arcas del banco central chino. Con frecuencia olvidamos que cualquier banco central es justo eso:

un banco. El balance de un banco tiene dos lados, activos y pasivos. Sí, acumular alrededor de tres billones (millones de millones) de dólares de reservas puede parecer una muestra de poderío; pero cuando pensamos en que hay cuando menos otro tanto de pasivos del banco central, esa fortaleza parece tanto más frágil.

Particularmente, tenemos que considerar que en un entorno como el actual, el banco central chino recibe por sus depósitos en dólares tasas cercanas a cero, mientras que tendrá que ir ofreciendo mayores tasas en renminbis conforme más bonos emita y conforme la amenaza de inflación aparezca (lo cual es común cuando el mercado financiero

local está poco desarrollado o presenta restricciones regulatorias a inversionistas extranjeros, características ambas del mercado financiero chino.

Antes de que caigan en el extremismo y los desvarios de comunicadores y columnistas que ven una inminente amenaza en la posibilidad de que el banco central chino decida denominar en otras monedas su inversión, quitemos esa fantasía del camino. Déjenme ponerles un mal ejemplo.

Imagínense que cualquiera decidiera entrar a la isla de Manhattan en Nueva York con uno de esos gigantescos tráileres de 16 ruedas. Sí, suena como a pesadilla, ¿no? Hay un limitadísimo número de avenidas por las que podrá transitar. ¿Pero, se imaginan cuando llegue la hora de estacionarlo? Éste no cabe en ningún lado. Quizá, con suerte, el conductor encuentre un sitio dónde dejarlo y estará dispuesto a pagar lo que sea porque no tiene alternativa.

Las reservas chinas son el tráiler y el mercado

financiero estadounidense es ese estacionamiento.

Déjenme hacer algunas observaciones adicionales. El objetivo de un banco central no es especular con sus reservas. Buscará, primordialmente, que la composición de éstas refleje la composición de su comercio internacional. Pero, además, una vez que la mayor parte de sus reservas están “estacionadas” en bonos denominados en dólares, salir a venderlos masivamente —aunque pudieran hacerlo— sería el equivalente a escupir hacia arriba; sin duda los principales afectados serían ellos mismos.

La adopción de esta política por parte del gobierno chino ha tenido consecuencias importantes en otros países. Primero, es importante recordar que la balanza comercial del mundo siempre suma cero. Esto quiere decir que cada vez que un país, como China o Alemania, generan un enorme superávit comercial, están dependiendo de que uno o más países generen un déficit de igual tamaño. En el proceso chino

que lleva a incrementar artificialmente la competitividad internacional de lo que ellos exportan, manufacturar el producto en cuestión les permite emplear a quienes lo hacen; el país que importa dejará de hacer ese producto y dejará de emplear gente. En el caso de las exportaciones chinas, difícilmente nos imaginaríamos a Estados Unidos, por ejemplo, volviendo a manufacturar juguetes o calzado; pero sí podríamos afirmar que el superávit comercial alemán tiene un impacto mayor sobre la producción estadounidense y sobre sus niveles de empleo, considerando que compiten en la producción de bienes de capital, automóviles, etcétera.

Pero, regresando al efecto de esta política en el desarrollo de la burbuja inmobiliaria estadounidense, podemos afirmar que esas enormes reservas generaron demanda por bonos denominados en dólares donde éstas se “estacionaron” y al hacerlo proveyeron de enorme demanda por todo tipo de emisiones,

incluidas las de agencias federales como Fannie Mae y Freddie Mac, facilitando extraordinariamente el proceso de titularización e incluso motivándolo, pues el voraz apetito por éstos generado por China invitaba a Wall Street a saciarlo.

La política de un renminbi débil adoptada por China tuvo otra consecuencia indirecta que se manifestó en el mismo sentido. Conforme creció la inversión china, tanto la motivada por inversionistas internacionales como la originada por el propio gobierno, aumentó la demanda por petróleo y materias primas. El incremento en los precios de hidrocarburos aumentó también la acumulación de reservas en países exportadores, como Arabia Saudita o Abu Dhabi, los cuales también procedieron a “estacionarlas”, predominantemente, en los mercados financieros estadounidenses. Los llamados “fondos soberanos” se volvieron también grandes demandantes de las emisiones de deuda estadounidense.

## FALTA DE INFLACIÓN

En condiciones ordinarias, la aparición de inflación hubiera sido un elemento que debería haber evitado — o al menos mitigado — el crecimiento desproporcionado de la burbuja inmobiliaria estadounidense. En un ciclo económico normal, la expansión económica ocasiona escasez en algún factor de la producción: típicamente escasean los empleados. Conforme esto ocurre, la única alternativa para hacerse de los trabajadores necesarios es “robárselos” de otras empresas que los están empleando. Para hacerlo, sin embargo, se necesita incrementar la remuneración que éstos perciben. Conforme esto ocurre una y otra vez, el incremento en los salarios excede potenciales incrementos en la productividad de los trabajadores y es indispensable reflejar ese gasto adicional en los precios finales del bien o servicio ofrecido. Una vez que la inflación hace su aparición, el banco central tiene que aumentar las tasas de interés para “enfriar” la economía. La gente

tenderá a ahorrar más y consumir menos, y las empresas invertirán menos y emplearán a menos gente dado el encarecimiento del crédito.

Posteriormente, la inversión baja, la actividad económica disminuye y se incrementa el desempleo conforme la etapa recesiva comienza.

Eventualmente, el banco central tiene que volver a bajar las tasas de interés para estimular la economía y vuelve a comenzar la fase expansiva del ciclo.

Este ciclo, sin embargo, no fue normal. Como dije antes, cuando hablaba de la globalización de procesos productivos (¿recuerda el caso de las firmas de ingeniería?), en este ciclo todo incremento en la demanda por trabajadores en países desarrollados fue cubierto por un aumento en la oferta de trabajo procedente, típicamente, de países menos desarrollados. Esto llevó a que por la simple incorporación de la fuerza laboral que provenía de Brasil, Rusia, India y China (conocidos como **bric**), la fuerza laboral global

se duplicó entre 1990 y 2005. Por ello, ser líder sindical fue, durante esos años, la peor actividad en la que se podía estar en países como Estados Unidos. Cualquier demanda salarial era, potencialmente, respondida con la amenaza de simplemente mudar ese proceso productivo a otro país menos caro. Conforme creció la tendencia a hacer ese tipo de *outsourcing* (mover parte del proceso productivo a países más baratos), el costo de los fletes marítimos se redujo, reflejando el desarrollo de mayor capacidad en el sector. Hoy en día, por ejemplo, cuesta alrededor de 5 000 dólares transportar un contenedor de cuarenta pies entre menos un mes.

China y Estados Unidos y toma más o 11

Entonces, no sólo hubo un incremento en la demanda por bonos generado por la enorme acumulación de reservas por parte de China y de fondos soberanos, sino que además la oferta de mano de obra barata permitió que la Fed pudiera mantener bajas las tasas de interés

sin necesidad de preocuparse por el surgimiento de presión inflacionaria.

## LA ARROGANCIA DE WALL STREET

Me parece que se ha arraigado el mito de que Wall Street jugaba ruleta rusa en forma deliberada, de que estaban conscientes de los absurdos riesgos que estaba tomando en sus libros. Pocas cosas serían más incoherentes. Sin restarle culpa a la petulancia de Wall Street, no perdamos de vista que los bancos y casas de bolsa han sido los grandes perdedores. No olvidemos, tampoco, que las propias autoridades financieras también creyeron y promovieron la infalibilidad que provenía de combinar el poder de las computadoras modernas con la “destreza” de analistas con la —hoy evidentemente absurda— idea de que es posible comprimir la realidad a un modelo matemático que cabe en una calculadora de bolsillo. Más aún, banqueros centrales y reguladores propagaban la idea de que los comportamientos extremos en los mercados serían casi imposibles, pues la política monetaria oportuna y la regulación moderna lo impedirían. Se llegó a pensar que, a partir de la detallada

observación del comportamiento de diferentes variables en el pasado, era posible construir poderosos modelos que nos blindaban del riesgo.

Recordemos las palabras de Ben Bernanke, presidente de la junta de gobierno de la Reserva Federal, en 2006:<sup>12</sup> “...el manejo de riesgo de mercado y de riesgo de crédito se han vuelto cada vez más sofisticados... las organizaciones bancarias de todos los tamaños han dado pasos sustanciales en las últimas dos décadas en su habilidad para medir y manejar el riesgo”.

Hubo tres herramientas que propiciaron esa falsa sensación de seguridad: los “Credit Default Swaps” (también conocidos como **cds**), las *monoliners* y los procesos de bursatilización o titularización.

Los **cds** fueron inventados en 1997 por banqueros de **jp Morgan**, quienes los idearon como un tipo de seguro que cubre el riesgo de que quien emite

un bono no lo pague. Este instrumento permite que cualquier individuo, banco o institución financiera se cubra, entonces, del riesgo de *default* (de que, por ejemplo, la empresa que emite un bono quiebre y no tenga recursos para pagar).

La creación de este instrumento se convirtió en una especie de solución instantánea a muchos problemas de los bancos y de otras entidades financieras. Cuando los bancos prestan tienen que hacer reservas en caso de incumplimiento del deudor. Mientras más malo sea el historial de crédito del deudor más le cobra por el préstamo, pero también tiene que reservar más. Al cubrirse del riesgo comprando uncós, puede reservar menos y utiliza su capital en forma más eficiente, pudiendo tomar más riesgo de crédito y cobrando más intereses. Esto hizo también que el mercado por papel de baja calidad creciera exponencialmente, pues permitió que muchos inversionistas tomaran mayor riesgo al comprar préstamos o bonos de menor calidad crediticia, cubriéndose parcialmente

con **cds** en caso de que los emisores no pagaran. Sin duda, eso generó enormes oportunidades de negocio, pues hay muchas más emisiones de baja que de alta calidad.

En un mundo óptimo, sin embargo, el costo del seguro (es decir, el precio del **cds**) debió haber sido más alto (equivalente al diferencial de tasa obtenido). Hoy nos damos cuenta de que los modelos que se utilizaron para determinar el tamaño de la “prima de seguro” no eran adecuados porque no consideraban un componente relevante: el del riesgo “sistémico”. ¿A qué me refiero con este término?

Déjenme explicárselos con un ejemplo un tanto tétrico.

Imagine el caso de una pequeña aseguradora que en el año 2000 se hubiese dedicado a vender pólizas de seguro de vida y cuyo principal mercado estuviera en la ciudad de Nueva York. Imagine, también, que esta aseguradora hubiera empezado a vender

enormes primas de seguro a gente joven de altos ingresos que trabaja en el sector financiero en esa ciudad. Suponga que la empresa contrató a un vendedor que logró gran éxito vendiéndoles pólizas a muchos ejecutivos de una empresa ubicada en el World Trade Center de esa ciudad. Imagine que el negocio total de esa empresa estaba constituido por 10 000 pólizas, 500 de las cuales (5%) eran seguros a éstos. La aseguradora se reaseguró siguiendo tablas actuariales normales que le indicaban que la probabilidad de que uno de esos 500 jóvenes muriera era mínima. Sin embargo, ocurrió la tragedia del 11 de septiembre y los 500 murieron a la vez. La pequeña aseguradora no consideraba la posibilidad de “riesgo sistémico” y quebró.

Los modelos para determinar los precios de los **cds** no consideraban la posibilidad del colapso simultáneo de deudores en sectores que no tenían nada que ver entre sí, el derrumbe de todo el mercado. Viendo hacia atrás, nos resulta claro que se tomó mucho más riesgo del que se hubiera

asumido si no se hubiera subestimado el costo de la prima de seguro.

## **LA MANIPULACIÓN DE LOS DATOS**

Sin duda, el mayor pecado de las instituciones financieras fue la presunción de infalibilidad de sus modelos, sin detenerse a analizar que tenían dos enormes fallas. Primera, el no incorporar la posibilidad de que ocurriera lo extremadamente improbable; segunda, el hecho de que los modelos estaban sesgados por haberse hecho con base en información errada, pues en muchas ocasiones corredores de hipotecas u otros intermediarios a quienes no les afectaría si el deudor eventualmente no pagaba, intencionalmente falsearon datos para obtener la aprobación del crédito.

Según Austin Murphy, profesor de finanzas de la Universidad de Oakland,<sup>13</sup> muchos de los modelos para estimar riesgo de crédito cometieron el enorme error de confiar ciegamente en datos

históricos, ignorando información menos susceptible a modelarse por estar relacionada con comportamiento humano. El análisis de Murphy habla también del sesgo que provino del cabildeo de empresas como Fannie Mae y Freddie Mac, que gastaron millones para convencer al Congreso de la solidez de sus modelos para control de riesgo, con el objeto de que se les permitiera participar más agresivamente en el mercado de titularización de hipotecas de baja calidad.

Una pregunta fundamental es qué tan grande es el mercado de **cds**, para poder afirmar que tuvo un impacto fundamental en la determinación del precio del riesgo en los mercados. Según la comisión de valores estadounidense (Securities and Exchange Commission), el valor de los **cds** en el mercado se estima en 55 billones (millones de millones) de dólares.<sup>14</sup> Esto equivale a cuatro veces el total de la deuda corporativa e hipotecaria que se intercambia en los mercados públicos y sería casi igual al producto bruto total del mundo en 2008.

Es de enorme importancia darnos cuenta de que este mercado surgió de manera informal entre instituciones financieras. Si **JP Morgan** le compra un **cds** a Goldman Sachs que lo ampara si Ford, por ejemplo, no paga un bono que emitió, *JP Morgan* asume que *Goldman*, su contraparte en la transacción, tendrá la solvencia para pagar en caso de que Ford no lo haga.

Claramente, muchas entidades como **aig**, por ejemplo, dedicadas al negocio de seguros, estuvieron entre las grandes vendedoras de **cds**. Mientras no ocurra nada, vender estos productos es un gran negocio, pues se cobra una prima cada vez que se “asegura” un instrumento. Este proceso fue particularmente rentable para empresas; así pues, dado que era un mercado no regulado, nadie forzaba a que **aig**, por ejemplo, creara reservas en caso de que ocurriera el evento que les forzaba a pagar.

Cuando vino la debacle, empresas como **aig** y Lehman enfrentaron dos problemas. Primero, era

questionable si tenían suficiente capital para cubrir pagos masivos de **cds**. Segundo, el mercado lo sabía y les cortó toda línea de crédito, evitando también utilizarlos como contraparte en alguna transacción. Una u otra situación evitaban la factibilidad de estas empresas pero, más importante, la quiebra de una u otra crearía un efecto dominó sobre otros intermediarios en situaciones más sanas, pero que contaban con el pago del **cds**, pues lo habían comprado para cubrirse de un riesgo. El no poder cobrarlo sería el equivalente de que se quemara la fábrica de una empresa que siempre tuvo la prudencia de pagar un seguro contra incendios —suficiente para reconstruir en caso de un siniestro— pero la empresa aseguradora quiebra, provocando que la empresa asegurada tenga el mismo destino a pesar de su cautela.

Se hizo imprescindible el rescate por parte del gobierno ante la imposibilidad de medir el impacto que la quiebra de la mayor aseguradora del mundo tendría sobre intermediarios que fueron

su contraparte en diversas transacciones. Por ello, fue totalmente irracional la ira del público cuando se enteraron de que 62 000 millones de dólares del rescate —con recursos del fisco estadounidense — a **aig** fueron a parar a otras instituciones como Goldman Sachs, o incluso a contrapartes extranjeras como Deutsche Bank. No haber hecho esos pagos hubiera generado la total parálisis en el sistema financiero global, enormes pérdidas en el sistema y desconfianza total respecto al cumplimiento de obligaciones formalmente contratadas.

## **LAS ASEGURADORAS *MONOLINE***

El segundo factor que generó una falsa sensación de seguridad fue el de las aseguradoras *monoline*. A éstas se les denomina así pues tienen sólo una línea de negocio en los mercados de capitales, donde ofrecen garantía de pago de intereses y capital si el emisor de un bono no paga.

Imagine el caso de una empresa que quiere emitir bonos por un monto total de 100 millones de dólares a 20 años. En este ejemplo, la empresa emisora pagará una tasa anual de 5% por la deuda, pues recibió una calificación de **a** por parte de la calificadora Standard & Poor's. Al solicitar que una *monoliner* proteja la emisión, la calificadora está dispuesta a incrementar la calificación de ésta a **A+**, lo que permite que la tasa ahora disminuya a 4.5%.<sup>15</sup>

Para que una *monoliner* pueda ofrecer este servicio debe tener un balance sólido y típicamente una calificación **aaa**.

Tradicionalmente, las *monoliners* se dedicaban, casi únicamente, a asegurar emisiones municipales y tenían una especie de cobertura natural debido a que los ciclos económicos son diferentes en las distintas regiones en Estados Unidos. Difícilmente vemos, por ejemplo, una mala situación económica en Texas y California en forma simultánea. El primer estado está fuertemente relacionado con la industria petrolera y el segundo con los sectores

tecnológico y agrícola, los cuales tienden a moverse en forma *contracíclica*.

Pero gradualmente estas aseguradoras fueron entrando en sectores de más riesgo, asegurando emisiones con garantía hipotecaria, primero, y, eventualmente, asegurando incluso emisiones de baja calidad (*subprime*). Una vez más, el riesgo sistémico no estaba adecuadamente cubierto y ocurrió lo impensable. Surgieron problemas de pago en sectores no relacionados entre sí y regiones que nunca lo habían estado. Algunas de las principales aseguradoras *monoline* quebraron, como **ACA** y algunas de las más grandes sufrieron golpes severos.

Claramente, el modelo de negocio de estas empresas deja de tener razón de ser con el simple hecho de perder su calificación **aaa**, pues es esa solidez financiera la que les permite constituirse como un ancla en momentos de tempestad.

Por otra parte, hoy vemos que el nivel de capitalización de estas empresas no era suficientemente grande para cubrir el monto de emisiones aseguradas. En 2007, las *monoliners* en el mercado estaban asegurando emisiones por el equivalente a 3.3 billones (millones de millones) de dólares, teniendo solamente 22 000 millones de capital propio.

El deterioro en la calificación de crédito de una *monoliner* se contagia automáticamente a todas las emisiones aseguradas por ésta. La calificadora de crédito Fitch Ratings redujo la calificación de Ambac Financial Group (la primera *monoliner* en el mercado, fundada en 1971) de **aaa** a **aa** el 19 de noviembre de 2008 y esa medida provocó una baja en la calificación de los bonos emitidos por 137 500 municipios e instituciones, por un total de más de 500 000 millones de dólares.

Una vez más, los municipios, las empresas emisoras y, particularmente, los inversionistas tanto institucionales como individuales se dieron

cuenta en forma tardía de que estaban tomando mucho más riesgo del que creían tener.

## EL TAMAÑO DEL SECTOR FINANCIERO Y EL PAPEL DE LA RESERVA FEDERAL

He evitado caer en la tentación de analizar causas de la crisis que son aún previas a lo que ocurrió en la época de Greenspan no porque no sean relevantes, sino porque quiero evitar que este libro termine convirtiéndose una especie de panfleto o en cierto tipo de libros de historia en los cuales todo puede explicarse a partir del evento previo. Sin embargo, creo que es relevante al menos mencionar un acontecimiento que ha sido extraordinariamente trascendente aun cuando parezca ya no ser importante. Milton Friedman convenció en 1971 a Richard Nixon para que Estados Unidos dejara de respetar los acuerdos contraídos en la cumbre de Breton Woods en 1944, después de la segunda Guerra Mundial. Eso implicaba abandonar el patrón oro con la lógica de que si el mundo entero dejaba que

los tipos de cambio flotarían libremente, cuando un país acumulara un déficit comercial considerable, eso llevaría a que la moneda se devaluara, a que las tasas de interés en esa moneda se incrementaran y eso llevaría a que el déficit se corrigiera porque la gente reduciría su consumo. Lo que Friedman no consideraba es que un entorno así sería una invitación a que los países manipularan sus monedas con el objetivo de obtener ventajas relativas sobre sus competidores comerciales (como lo hace China hoy en día) y potencialmente a imprimir en forma excesiva en momentos en que la demanda se desplomara como consecuencia de una recesión o de una crisis en los mercados.

Adicionalmente, es importante entender que la Reserva Federal es el único banco central del mundo (al menos, el único del que yo sé) que tiene un mandato doble. La función usual de los bancos centrales es mantener precios estables en la economía; es decir, controlar la inflación. Sin embargo, a partir de 1946, la Fed recibió

un objetivo más amplio: “promover en forma efectiva los objetivos de máximo empleo, precios estables y tasas de interés de largo plazo moderadas”. En 1977, la Ley de Reforma a la Reserva Federal, usualmente conocida como la Ley Humphrey-Hawkins, confirmó el doble mandato.

La lógica de este doble mandato proviene de la teoría económica detrás de la “curva de Phillips”, publicada a fines de los cincuenta por el economista neozelandés William Phillips, quien estudió la relación inversa entre desempleo e inflación (a menos desempleo más inflación y viceversa), asumiéndose que tener algo de inflación sería un mal necesario si se trataba de mantener el desempleo en niveles bajos. Esta teoría sufrió un severo ataque en los setenta conforme surge la estanflación (estancamiento económico —y desempleo— con inflación) en los Estados Unidos, y el propio Milton Friedman se convierte en uno de los principales críticos de esa teoría.

Ese doble mandato, sin embargo, es la razón no sólo de la enorme emisión de Greenspan en los años posteriores a la burbuja de la internet, sino también es la que avala la colosal emisión de la

Reserva Federal de Bernanke. El efecto, sin embargo, ha sido que una buena parte de ese enorme crecimiento en la emisión de dinero ha ido a parar a un colosal sector financiero. En 1970, el total de depósitos en las instituciones financieras estadounidenses ascendía a 500 000 millones de dólares; en septiembre de 2008 éste llegó a 30 billones (millones de millones) de dólares.

Frases como “demasiado grande como para dejarlo caer” (*too big to fail*) tienen su origen en el descomunal tamaño del sector financiero estadounidense y de otros países con respecto al tamaño de la economía. Es ese desmedido crecimiento lo que más lo blindada.

## **La crisis en Europa**

### **LOS RETOS DE LA INTEGRACIÓN**

El futuro de la región parece incierto. A pesar de los enormes avances y heroicos esfuerzos por consolidar una unión razonablemente uniforme de países que no hablan el mismo idioma, no tienen raíces étnicas comunes, no rezan en el mismo templo y se han enfrentado en muchas guerras, Europa se enfrenta hoy a enormes retos que provienen de la falta de homogeneidad en materia económica.

Adicionalmente, la forma de enfrentar la problemática económica estará fuertemente sesgada por circunstancias sociales y demográficas y circunstancias culturales. A reserva de hablar más adelante del complejo problema demográfico, podemos anticipar que uno de los más grandes retos que enfrentan los países europeos es la falta de crecimiento de su población, e incluso el decrecimiento, en algunos

casos. Es igualmente preocupante ver que los europeos no están teniendo hijos y que son las minorías étnicas —muy poco asimiladas en países como Francia— las que están creciendo. Es difícil entender por qué es tan común ver parejas sin hijos que parecen más preocupadas por dónde van a pasar meses de vacaciones cada año, o por tener múltiples casas, que por tener descendencia.

Por otra parte, la población que ha inmigrado a este continente desde países africanos o de Medio Oriente, India, Pakistán o Bangladesh está francamente aislada viviendo en *ghettos* como en Francia, o demasiado asimilada cuando se les permite a hombres musulmanes abiertamente discriminar o maltratar a sus mujeres, considerando que éstos son “usos y costumbres” a los que tienen derecho.

Evidentemente, conforme la economía europea crezca poco y la situación fiscal sea más restrictiva, eso llevará a una mayor aceptación

política de movimientos aislacionistas que buscarán limitar la inmigración, a pesar de que es imperativa dado el preocupante envejecimiento de la población. Después de Japón, es Europa donde los problemas demográficos acabarán teniendo un mayor impacto económico, y la fallida integración de minorías hará más difícil vender las bondades de abrir las puertas a inmigrantes.

Adicionalmente, hay un factor cultural que será un enorme lastre que entorpecerá cualquier posible solución económica de largo plazo: el Estado benefactor europeo. A fines de 2010, vimos a jóvenes franceses que apenas se están incorporando a la fuerza laboral protestar porque las recientes reformas del gobierno de Sarkozy les forzarán a posponer su retiro dos años, hasta que tengan 62. Por qué un joven que está a 40 años de ese evento debe de salir a las calles, quizá sólo se explica por alguna tradición contestataria francesa. Sin embargo, tanto en este país como en España y otros, los jóvenes sienten merecer la

posibilidad de depender por años de los generosos seguros de desempleo ofrecidos por los gobiernos y los incorporan a sus planes de carrera. Los europeos se darán cuenta, tarde o temprano, de que han hecho promesas a sus pueblos que no pueden cumplir y sus crecientes deudas públicas los tendrán que regresar a la realidad, forzándolos a reconocer que están viviendo mucho más allá de sus posibilidades. Pero a reserva de regresar al tema migratorio más adelante, analizaremos las características puntuales de la crisis económica actual en Europa.

## LA BURBUJA EUROPEA

Muchos de los factores que provocaron la formación de la burbuja inmobiliaria estadounidense se repitieron fuera de Estados Unidos. Países como el Reino Unido, Irlanda y España respondieron a estímulos similares. En el primer caso, la situación fue similar a la de Estados Unidos tanto por la sofisticación del mercado financiero local como

por el tamaño de la economía; en los dos últimos, la formación de la burbuja inmobiliaria se aceleró porque el tamaño relativo de la inversión y desarrollo de la industria de la construcción, como proporción del tamaño total de la economía, aceleró el crecimiento y generó un efecto riqueza importante. Es decir, conforme los precios de inmuebles y de otros activos subieron, la propensión de la sociedad a consumir aumentó, creando un ambiente ficticio de abundancia y prosperidad.

Si tuviéramos que resumir lo que pasó, podríamos decir que la adopción del euro permitió que países como España, Irlanda, Portugal y Grecia tuviesen acceso a crédito en condiciones —tasas y plazos— que nunca soñaron. Lejos de aprovechar esa condición para modernizar sus economías, invertir en tecnología, maquinaria y equipos modernos para hacer que sus economías fuesen más competitivas internacion optaron por “invertir” en ladrillos, creando cantidades ridículas de casas

y departamentos para satisfacer la demanda de compradores convencionales locales, especuladores, e incluso la que provenía de potenciales compradores del norte de Europa.

A reserva de hablar más del tema, preguntémosnos de una vez qué beneficio le da un edificio de departamentos a una economía. Sí, genera inversión momentánea, demanda por materiales, le da un ingreso a quien vendió el terreno, emplea quizá a un arquitecto, carpinteros y albañiles, pero una vez construido no produce nada; al contrario, cuesta mantenerlo. Contrastemos con lo que ocurriría si esa misma inversión se hubiese ido a financiar una fábrica que por años empleará trabajadores, pagará impuestos, generará dividendos para los propietarios y producirá bienes que serán comercializados.

Robert Samuelson, columnista del *Washington Post*, dice que la raíz de la crisis (él lo dijo refiriéndose específicamente al caso de Irlanda) provino de los dos proyectos

políticos esenciales para Europa: primero, la formación de un Estado benefactor democrático capaz de lograr justicia social por medio de la creación de amplias redes de protección social; segundo, la adopción del euro como un catalizador de la Unión Europea, lanzado en 1999 y hoy adoptado por 16 países.

Cuando nació la nueva moneda, la crítica fundamental a la formación de la unión monetaria fue que ésta ocurriera sin que simultáneamente se diera una unión fiscal y sin mecanismos que permitieran el libre tránsito de trabajadores entre los países de la eurozona. La lógica es sencilla. En un país, la política económica tiene dos componentes que se complementan. Por una parte, hay un banco central que determina una política monetaria (niveles de oferta monetaria y de tasas de interés) típicamente con el único objetivo de mantener estabilidad en los precios. Por otra parte, usualmente el Poder Ejecutivo de ese país le propone al legislativo un presupuesto y en base a éste se determinan los

niveles de impuestos y el destino del gasto público. En el caso de la eurozona, se estuvo de acuerdo en la formación de un banco central (el “Banco Central Europeo”) con funciones tradicionales, pero cada país miembro mantuvo su propia política fiscal.

En retrospectiva, hoy vemos que mantener una política monetaria común para la eurozona implicaba sesgos evidentes. Por su tamaño relativo, los niveles de tasa de interés y oferta monetaria se dieron en primer término en función de las necesidades de Alemania y en segundo término de las de Francia; las economías más grandes de Europa. Así, en la última década países como Irlanda o España acabaron beneficiándose de tasas de interés que eran razonables con la realidad económica, en ese momento, de Alemania o Francia, pero que eran claramente inferiores a las que el mercado hubiera exigido para la compra, por ejemplo, de bonos que hubieran estado denominados en libras irlandesas (conocidas como *punt*) o

en pesetas.

Imagine qué pasaría si repentinamente países como Argentina o Perú adoptaran el dólar como moneda y su población tuviese acceso a una hipoteca de 30 años al 4% (tasa vigente en Estados Unidos). La gente se volcaría a comprar inmuebles aprovechando acceso a crédito con tasas y plazos previamente no existentes. Conforme la demanda aumentara, el precio de los inmuebles iría subiendo atrayendo demanda ya no por vivienda primaria, sino para segundas y terceras casas, e incluso para propiedades demandadas con el único objetivo de especular con el precio. Los bancos se pelearían por tomar una mayor tajada en el rentable mercado crediticio avalado por el activo colateral —la casa— cuyo precio se reevaluaría todos los días. Surgirían numerosas desarrolladoras de proyectos inmobiliarios que se harían de abundante crédito bancario para saciar la nueva demanda. Se formaría gradualmente una burbuja, hasta que ocurriera lo que siempre pasa: que

la burbuja revienta. Típicamente, la mayor parte de los créditos se otorgarían en la última fase de la expansión de la burbuja y son éstos los primeros en quedar descubiertos. Conforme los precios empiezan a caer, la gente deja de pagar la hipoteca de la casa que compraron para especular, después la de la segunda y así sucesivamente. Los bancos dejan de recuperar lo que prestaron y llegan a un punto en el cual se comen todo su capital y quiebran. Pero el gobierno, como la caballería en las películas de vaqueros, llega galantemente al rescate; y después es el propio gobierno el que quiebra, cuando el valor de los adeudos bancarios que garantiza excede a su propia capacidad crediticia. En el caso de un país capaz de emitir la moneda refugio de valor como Estados Unidos, esa capacidad será altísima (¿quizá ilimitada?); en el de países como Islandia, Irlanda, o España, bastante menor.

Estamos siendo testigos de una grave confusión, tanto en Europa como en Estados Unidos. Se pretende resolver problemas de solvencia como si

se tratara de una crisis de liquidez. Permítanme explicar la diferencia. Digamos que usted tiene una casa que vale 100 000 dólares (pero debe 80 000 de hipoteca), un carro que vale 10 000 (totalmente pagado) y tiene 3 000 dólares en la chequera. Se cae un árbol de su jardín y destruye el techo del vecino y no lo cubre su seguro. El daño asciende a 5 000 dólares. Usted tiene una crisis de liquidez porque no alcanza a cubrir el adeudo con lo que tiene disponible en la chequera, pero no tiene una crisis de solvencia, pues en el peor de los casos puede malbaratar su automóvil (e incluso su casa) si fuese necesario. Si en el mismo ejemplo a usted le llegara una demanda por 50 000 dólares porque atropelló a la abuelita del vecino, ahí sí tiene una crisis de solvencia, pues ahora debe más que todo su capital (en este ejemplo, usted tendría 33 000 dólares de capital).<sup>1</sup> Si en el primer caso alguien viene y le presta 2 000 dólares, le resuelve su problema de liquidez, pues ahora usted ya cuenta con 5 000 dólares para pagar su deuda. Si en el último caso le prestan 17 000 para pagar la

demanda, no resuelven su problema de solvencia, pues aunque vendiera todos sus activos, todavía quedaría debiendo 17 000 dólares; es decir, su capital sería negativo, o sea que estaría quebrado.

Cuando se le dieron al gobierno irlandés 85 000 millones de euros en diciembre de 2010 para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo, se resolvió un problema de liquidez, pero se agravó el problema de solvencia. A corto plazo, el riesgo era que el mercado percibiera (sin el rescate) que Irlanda pudiera no tener los recursos para pagar los vencimientos de bonos que ocurrirían en la segunda mitad de 2011. Para evitar ese riesgo, los inversionistas se desharían de esos bonos en el mercado —antes del vencimiento—, provocando un desplome en sus precios; es decir, un alza en la tasa de interés.<sup>2</sup> Esa alza podría agravar el problema de los bancos, pues una mayor tasa en el mercado podría provocar caídas adicionales en el precio de los inmuebles y al encarecerse el crédito

se profundizaría la recesión. Además, se temía el rápido contagio del problema a los otros países en conflictos; principalmente, Portugal y España. Sin embargo, el nuevo préstamo eleva la deuda pública irlandesa a 1.3 veces el tamaño de su economía (el **pib**), haciendo, en mi opinión, imposible que paguen después, pues además de que la deuda ha crecido en forma importante (y que el nuevo crédito tiene un alto costo, 5.8%), el tamaño de la economía se reducirá como consecuencia de un menor gasto público, mayores impuestos, menor inversión privada y una reducción en los salarios nominales.

## *LA TRAGEDIA GRIEGA*

Parece justo que la raíz etimológica de la palabra crisis sea griega (Κρίσις), considerando que es la debacle en ese país la que marcó el inicio de la segunda fase de la misma hecatombe económica que comenzó a fines de 2008. Todo inició con un colapso crediticio que golpeó al sistema financiero y, en forma totalmente lógica, comenzó

una crisis de deuda soberana conforme los mercados se dieron cuenta de que los gobiernos no tendrían cómo generar el ingreso suficiente para cubrir los intereses de las deudas que contrajeron.

El blindaje acordado por los países de la Unión Europea —siguiendo el liderazgo de Alemania y Francia— generó toda suerte de preguntas. La primera era si de verdad, en caso de que aumente el ataque especulativo contra Grecia, Portugal o España, estos países podrían materializar las garantías prometidas por 740 000 millones de euros. La segunda es si un programa de austeridad de la magnitud impuesta a los países deficitarios es política y humanamente asequible. La tercera: cuál es la nueva función del Banco Central Europeo, el último que hasta entonces había tenido cierta credibilidad y que salió a comprar deuda soberana en el mercado secundario. Una vez agotado el arsenal monetario, pareciera que a esta institución sólo le quedaría emular a su similar estadounidense, la

Fed, recurriendo a hacer su propio programa de “relajamiento cuantitativo” (o *quantitative easing*, en inglés), imprimiendo euros para con éstos comprar bonos. Por último y quizá la pregunta más relevante: queda por verse qué les pasa en tres años a los países debilitados y sometidos a programas de austeridad tan brutales, después de contracciones en los salarios —no sólo reales, sino también nominales—, presión deflacionaria, alto desempleo y reducción no sólo en el gasto público, sino seguramente también en el consumo privado; ¿tendrán entonces la capacidad para pagar una deuda aún más grande que la que deuda previa al proceso de “rescate”?

El principal motivo del paquete de apoyo de 740 000 millones de euros, anunciado el lunes 10 de mayo de 2010, fue para blindar a Grecia —y a quien hiciera falta— de los “ataques especulativos” que habían llevado, por ejemplo, a que la tasa de un bono griego a dos años subiera a 18.2%. El mercado, básicamente,

estaba apostando a que Grecia se declararía en suspensión de pagos. Un ataque así agudizó la crisis de liquidez griega. Si de por sí no era claro que tendrían acceso a los mercados para renovar sus líneas de crédito, era un hecho que a esas tasas el costo de la deuda pública sería inmanejable. Si caía Grecia, los especuladores se volcarían después contra Portugal, España, Irlanda, Italia, ¿quizá el Reino Unido? El desplome griego también les generaría enormes pérdidas a los bancos alemanes y franceses, que tienen alrededor de la mitad de los 400 000 millones de dólares de emisiones de bonos griegos en el mercado.

El paquete previo de ayuda a Grecia ya les había dado 24 000 millones de euros para resolver su problema de liquidez y les prometió acceso hasta para 130 000 millones en los próximos tres años a tasas razonables, a cambio de lo cual el Fondo Monetario Internacional (**fmi**) les solicitó recortes en el gasto público por 8 000 millones de dólares, a ejecutarse en 14 meses.

Esto marcaría un cambio en la dirección de la política económica griega, que había dependido demasiado de supuestos fantasiosos como que lograrían recolectar impuestos atrasados. En teoría, Grecia se comprometía también a aumentar el **iva** a 25%; a aumentar los impuestos a combustibles, alcohol y tabaco; a congelar los sueldos de burócratas y a cancelar los bonos de funcionarios públicos (equivalentes a dos meses de sueldo). Un elemento crítico del plan implicaba cambiar la garantía constitucional que tienen los servidores públicos y que evita que se les pueda despedir. El objetivo sería correr a muchos miles de ellos, quienes perciben altos salarios y tienen baja productividad. El plan abriría también el mercado para que el sector privado pudiera ofrecer transporte, energía y servicios de salud, quitando condiciones como la expedición de licencias para conductores de camiones —que cuestan 90 000 dólares— y encarecen el transporte, restándole competitividad a la economía griega.

Pero el paquete de rescate anunciado estaba plagado de problemas para su implementación. La primera, que no es menor, es que viola los acuerdos de Maastricht. Éstos prohibían que un Estado miembro de la Unión Europea pudiera salir a rescatar a otro Estado en problemas. Si eso ya no fuera suficiente obstáculo, la Constitución alemana prohíbe que el gobierno se enfrasque en este tipo de ayuda. Para ello, los líderes europeos concibieron la creación de un **spv** (siglas en inglés que se utilizan para denominar a un vehículo legal para un propósito específico) que permite triangular la ayuda para que no se dé directamente de un gobierno a otro. Eventualmente, los electores alemanes pueden acabar interponiendo un recurso legal para evitar que este tipo de rescate se realice.

Un paquete de austeridad de la magnitud impuesta por el **fmi** y los potenciales acreedores es política y socialmente insoportable. Según los pronósticos del propio **fmi**, Grecia decreció 4.8% en 2010 y se

espera decrezca 3.2% en 2011, además de que también decreció los dos años previos. En teoría, recuperará la senda del crecimiento en 2012; lo dudo. Socialmente, el horno no está para bollos. Ahora, el **fmi** busca que haya una corrección presupuestal equivalente a 10% del **pib** griego. Éste se daría aumentando la recaudación de impuestos y bajando simultáneamente el gasto público.

En mi opinión, lo único que le falta a este plan para ser factible es convencer a los griegos de que dejen de comer por unos años. Sí, los contribuyentes alemanes les está exigiendo que se aprieten el cinturón, pero el problema es que — a juzgar por los números— se lo necesitan apretar de una talla 36 a una 28 y eso estrangula a cualquiera, por comprometido que esté (y no es que crea que lo están, de todos modos). De intentar cumplir con lo ofrecido, a Grecia le pasaría lo que a aquel infame caballo que cuando finalmente empezaba a acostumbrarse a no comer, se murió.

Lo que hace aún menos creíble un ajuste así es que éste tendría que darse en medio de una situación recesiva en el resto de Europa y de menor crecimiento mundial.

Es importante observar que una parte importante de esta crisis se genera por las limitaciones estructurales del crecimiento europeo que se dio a tasas reales de 2.5% entre 1981 y 1993, de 2% de 1993 a 2003, pero sólo de 1% en lo sucesivo; mientras las obligaciones de los estados de bienestar europeos crecen exponencialmente conforme la población envejece.

Por otra parte, el Banco Central Europeo se vuelve, ante estas medidas, un bombero más. Me pregunto dos cosas. ¿Cuál ha sido su criterio para elegir los bonos que ha salido a comprar en el mercado secundario? Eventualmente, conforme crezca la necesidad de apoyar a los mercados de bonos de más países, como Irlanda (y pronto Portugal y España), surgirán disputas entre los países miembros de la eurozona clamando por

tener prioridad sobre los demás. ¿Y cómo piensan “esterilizar” esas compras —como el propio Trichet ofreció— para evitar que tengan un impacto en la oferta monetaria? (Es decir, que si inyectan liquidez en el mercado al comprar bonos, tendrían que estar recogéndola por otra parte).

Pero lo peor sería que si se tuviera éxito alcanzando las metas comprometidas, Grecia se encontraría dentro de tres años infinitamente más endeudada. Tendría una economía más pequeña y un acervo de deuda mucho mayor. Eso implicaría que, en ese momento, alrededor de una cuarta parte de su gasto público total se tendría que destinar para pagar simplemente intereses sobre su deuda. En el mejor de los casos, si todo sale “bien”, dentro de tres años Grecia estaría dos veces más endeudada de lo que lo estaba Argentina cuando se declaró en suspensión de pagos en 2001. Estoy convencido de que aún las sombrías expectativas oficiales del impacto que las medidas de austeridad tendrían sobre economías como la griega son

demasiado optimistas. En mi opinión, lo que no se está ponderando adecuadamente es el impacto deflacionario que tendrán y el golpe a la recaudación que provendrá de más desempleo, menores sueldos y menor consumo.

Para echar más leña al fuego, mientras más se den cuenta los mercados crediticios de que las recientes medidas, por colosales que parezcan, no son más que un paliativo, los *spreads* (el premio que paga la deuda de un país por encima de la tasa que paga el gobierno de Estados Unidos) aumentarán y la carga financiera de la deuda se volverá aún mayor, encareciendo el acceso a crédito que tienen las entidades privadas en esos países. Pero lo más preocupante de las recientes medidas es que éstas siguen señalando la absoluta incapacidad de los líderes mundiales para enfrentar problemas estructurales graves.

El economista Robert Samuelson dice ("Depression 2010?", *RealClearPolitics*, 12 de

mayo de 2010) que las dos raíces de la Gran Depresión de los años treinta fueron la ausencia de liderazgo global que se originó por el cambio de estafeta de la Gran Bretaña a Estados Unidos (que se materializó hasta la segunda Guerra Mundial) y por la incapacidad de los gobiernos de los países industrializados para adaptarse a los profundos cambios económicos estructurales de los años veinte (la camisa de fuerza impuesta por el patrón oro, combinada con el alto costo del endeudamiento acumulado para pagar por la primera Guerra Mundial). Así, él dice que los gobiernos actuales no han visto que el modelo de las últimas décadas se agotó. Los países industrializados simplemente no tienen con qué pagar los beneficios que los estados prometieron a su población como producto de la política de los grandes “estados de bienestar” (ahora quebrados, conforme se ha combinado el envejecimiento de la población, como dije antes, con el incremento en la esperanza de vida y con la obscena ineficiencia en el ejercicio del gasto público). No podría estar más de acuerdo

con él.

Los problemas de Grecia no surgieron de la noche a la mañana. No sólo es un país que ha “defaultado” 105 veces en 200 años, sino que fueron admitidos a la Unión Europea con un déficit de 16.3% en 1992, el año de Maastricht. No son, digamos, ni los más frugales ni los más cumplidores. Grecia viene de una tradición socialista y populista que se confirmó en el mes de octubre cuando volvieron a elegir un gobierno socialista. En forma simbólicamente importante, el electo fue George Papandreu, hijo de Andreas Papandreu (creador, este último, del modelo de Estado de bienestar griego en sus gobiernos de 1981 a 1989 y de 1993 a 1996). Para Grecia, la entrada en la Unión Europea y la eurozona se interpretó como una licencia para gastar y endeudarse, aprovechando que podían pedir prestado a tasas infinitamente más bajas en euros de las que hubieran podido conseguir, por ejemplo, en dracmas. El enfoque fue

aumentar sueldos sin preocuparse por que la productividad también lo hiciera. Esto llevó a que mientras que en Alemania el costo unitario del trabajo bajó 1.4% entre 2000 y 2008, en Grecia subió 10.2% sólo en 2002. Evidentemente, quedaron fuera de cualquier posibilidad de competir en los mercados internacionales.

La alternativa sensata era buscar que Grecia hiciera un “default” ordenado, ofreciendo canjear los bonos actualmente en el mercado por otros que implicaran una quita parcial a tasas competitivas, o por unos que pagaran a la par, pero a plazos más largos y tasas menores. A diferencia de Argentina, cuya deuda se contrató principalmente bajo leyes estadounidenses e inglesas, la deuda griega está principalmente bajo el amparo de su propia ley. Esto hace que los acreedores tengan menos recursos en cortes internacionales para embargar sus activos.

Los números simplemente no dan. La situación demográfica es apremiante y el endeudamiento es

grave. Las edades de retiro tienen que aumentar considerablemente, preferentemente, deben ser indizadas a la esperanza de vida para evitar seguir negociando una y otra vez conforme ésta aumente.

Las expectativas de seguros de desempleo y beneficios del Estado tienen que moderarse y se tiene que combatir la corrupción y el despilfarro fiscal. En medio del comienzo de la crisis griega resultó preocupante ver la absurda retórica adoptada por los líderes europeos que parecen ver al mercado y a los “especuladores anglosajones” como el enemigo, sin darse cuenta de que dependen absolutamente de ese “perverso” mercado para pedirle prestado. España necesita 448 000 millones de euros de aquí a 2012, Grecia 158 000 millones, Portugal 70.000 millones e Irlanda 69 000 millones. Lejos de ser voraces pirañas, quienes siempre han comprado los bonos emitidos por sus países son los grandes inversionistas institucionales del mundo —como los fondos de pensiones y las compañías de seguros, por ejemplo—, los

cuales tienen la obligación de cuestionar y de salirse de mercados donde crezca la posibilidad de que no recibirán su inversión de regreso. A eso se le llama responsabilidad fiduciaria, no especulación. Parece una pésima idea enemistarse con el mercado al que tienen que recurrir, con el miope objetivo de ganar puntos políticos en casa.

El entorno político presenta un riesgo creciente conforme los electores de los países periféricos europeos voten para sacar a los líderes actuales del gobierno. La gran amenaza es que sus pueblos oigan el canto de las sirenas y pongan en su lugar a gobiernos más populistas que vendrán con fórmulas mágicas para resolver el problema sin dolor. Son, quizá, esas promesas vacías las que están haciendo que los partidos con posturas antiinmigrantes estén ganando terreno en toda Europa, sin darse cuenta de que la inmigración es el único antídoto para todos estos países viejos que pronto se verán creciendo menos (o que tienen poblaciones francamente decrecientes), con cargas fiscales imposibles, conforme

pocos paguen el cómodo retiro de muchos y empiecen a ver cómo sus jóvenes simplemente optan por migrar a lugares más amigables.

## **IRLANDA**

Irlanda es un buen ejemplo de la arrogancia de un gobierno, pues el suyo salió a respaldar en forma ilimitada por dos años todos los depósitos bancarios en septiembre de 2008, cubriendo a los grandes bancos: Allied Irish Bank, Bank of Ireland, Anglo Irish Bank, Irish Life & Permanent, Irish Nationwide Building Society y Educational Building Society. Como parece ocurrir siempre en Europa, creen que la estridencia del anuncio garantiza que el mercado se asustará y que cualquier especulación en su contra huirá despavorida. Nada más lejos de la realidad. No sólo se acabó volviendo Irlanda el refugio de enormes depósitos en búsqueda de garantías gubernamentales, sino que el rescate acabó ascendiendo a más de un tercio del

**pib** irlandés, dado que el sistema bancario era superior al tamaño de la economía.

La crisis irlandesa es quizá el mejor ejemplo de cómo el colapso inmobiliario provocó una quiebra bancaria que desembocó en una crisis de deuda soberana. Los precios de los bienes raíces en Irlanda fueron los que más subieron en la formación de la burbuja europea. El precio promedio de una vivienda con un precio de 100 000 euros en 1995 hubiera llegado a 400 000 en su punto más alto en 2006. Esa misma vivienda a fines de 2010 valdría 240 000 euros; es decir, todavía 140% por encima del punto de partida. En Estados Unidos, el mismo ejercicio nos diría que una propiedad que valía 100 000 dólares en 95 llegó a 240 000 en la cima y a fines de 2010 175 200; es decir, 75.2% más.

Si Grecia se colapsó por un problema de irresponsabilidad fiscal, el gobierno irlandés fue un modelo de responsabilidad tanto en su comportamiento fiscal como en los ajustes que

hizo una vez que la situación se empezó a deteriorar. Sin embargo, la decisión del gobierno de garantizar sin restricciones los depósitos bancarios provocó exactamente el mismo efecto que la irresponsabilidad griega.

Como resultado de ese rescate, el déficit fiscal irlandés se elevó a más de 30% del tamaño total de la economía (es decir, del **pib**), haciendo que surgiera duda sobre la capacidad del gobierno para pagar sus bonos, sometiéndolos al mismo tipo de escrutinio y al mismo incremento en tasa. Por ello, un bono irlandés en el mercado paga tres veces la tasa de uno estadounidense o alemán y uno griego paga cuatro veces.

Descontemos de una vez que el caso portugués sufrirá la misma suerte y que ahora comienza la duda sobre la economía española, donde el mercado inmobiliario apenas se ha ajustado, pero se sabe que si los bancos españoles sufrieran un descalabro, éstos tienen el tamaño sumado de los sistemas bancarios de Grecia, Portugal e Irlanda. Para acabar de redondear la caída de

las piezas de dominó, además los bancos españoles tienen una exposición no menor al mercado bancario portugués, por lo que una debacle ahí les afectará. Igualmente, hay que considerar que los bancos alemanes tienen más de 522 000 millones de dólares de exposición a deuda de Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España (Francia tiene 781 000 millones), por lo cual la opción de simplemente dejar que sean los tenedores de bonos quienes tomen hoy parte de la pérdida para quitarle presión fiscal al gobierno irlandés parece menos apetecible, porque sentaría un precedente complicado si el contagio continúa. Repito lo que he dicho antes: no creo que haya quien crea que Grecia o Irlanda lograrán pagar lo que deben. Después de este ajuste, sus economías quedarán más endeudadas y serán más pequeñas (por lo cual estarán, de hecho, mucho más apalancadas); se intenta simplemente ganar tiempo con el deseo de que los bancos alemanes y franceses estén un poco más fuertes y mejor capitalizados dentro de un par de años para, ojalá, aguantar mejor la

embestida. Puedo estar equivocado, pero simplemente no veo cómo podría haber un mejor desenlace.

## **ESPAÑA**

España es un excelente ejemplo de lo que puede pasar cuando un país es inundado con crédito en forma repentina, pero sin contar con una base industrial sólida y con la madurez para aprovechar esa abundancia. Además, tiene un esquema laboral poco flexible, donde la remuneración total relativa a su productividad los hace poco competitivos internacionalmente y donde un sector de su sociedad se ha aficionado peligrosamente a exprimir el seguro de “paro” (desempleo). Esto provocó que una parte desproporcionada de los recursos recibidos fueran a parar al desarrollo de inmuebles ante el surgimiento de la rentable actividad especulativa en ese mercado.

En España, sin embargo, una propiedad hubiera

subido de 100 000 euros a 300 000 y su precio en la actualidad sólo habría bajado a 255 000; es decir, 155% más. Porcentualmente, es el mercado que menos se ha ajustado. Esto se ha debido principalmente a la activa y agresiva participación de los bancos españoles en el mercado inmobiliario, para evitar que éste se desplome. Han acumulado enormes inventarios de propiedades embargadas, tomando reservas menores, a lo que a mi juicio deberían, para reflejar correctamente la reducción en el precio de mercado de éstas.

La lógica de una política así no está en intentar necesariamente “manipular” precios, pero sí responde a una fantasía en la cual se desea fervientemente que la demanda repentinamente regrese y les quite de las manos el colosal inventario, sin pérdidas incómodas. Esto nunca va a ocurrir. Ante la crisis europea actual, es infinitamente más probable que pase justo lo contrario, particularmente conforme los precios reflejen el rápido encarecimiento del crédito

(conforme el mercado perciba que el riesgo “España” —y Europa— crece).

Regresemos, entonces, al caso de Europa.

Ahí también la gran pregunta es si los bancos españoles lograrán o no seguir manipulando el mercado inmobiliario para evitar que éste caiga. En mi opinión, eso será imposible. Lo será por razones diferentes a las estadounidenses y, para comprenderlo, es importante tener claro lo que sucedió en Grecia e Irlanda. Se creó una burbuja inmobiliaria que es aún mayor a la estadounidense, cuyo estallido ha puesto en jaque a los grandes bancos de todo el mundo. En el mercado inmobiliario español llegó a haber el mismo número absoluto de propiedades en venta que en Estados Unidos, siendo aquella una economía que es la décima parte del tamaño de ésta y con una población siete veces más pequeña. Treinta por ciento de todas las nuevas casas que se construyeron en la Unión Europea desde el año 2000 se hicieron en España, cuya economía es sólo 10% del total de la región.

Como en el caso estadounidense y el estallido de toda burbuja de dimensiones colosales, la relevancia del desenlace de esa crisis pasa por su impacto en el sistema bancario. En el caso japonés, por ejemplo, la debacle inmobiliaria y del mercado de valores posterior a 1989 llevó a más de una década de bancos *zombies* (como en las películas: están muertos, pero caminan como si estuvieran vivos). Pero, a diferencia de Japón donde el grueso de las burbujas fueron financiadas con su propio ahorro, la española se financió con dinero del resto del mundo y particularmente de los bancos de las naciones europeas más industrializadas.

El caso del estallido de la burbuja japonesa tuvo una secuela relevante, pero estuvo principalmente contenido en la economía local, como reflejo del superávit en la cuenta corriente japonesa que ascendía a 3% del **pib** de ese país. En el caso español, la crisis estalló en 2007 en medio de un déficit de cuenta corriente de 10% sobre el **pib**, cuyo financiamiento proviene del exterior

y, consecuentemente, tuvo y tendrá un efecto internacional. Adicionalmente, ha habido un severo deterioro de las cuentas fiscales; conforme la recaudación fiscal se desplomó como consecuencia de la crisis, el déficit fiscal llegó a casi una décima parte del **PIB**.

Se estima que la deuda total del sector de la construcción ascendía a más de 470 000 millones de euros a principios de 2010,<sup>3</sup> esto equivaldría a 30% del **pib** español. La deuda sólo de los desarrolladores inmobiliarios pasó de 33 000 millones en 2000 a 318 000 millones en 2008. Se ha dicho frecuentemente que los bancos españoles estuvieron menos afectados por la crisis debido a las estrictas reglas impuestas por el banco central español. Éste forzaba a aprovisionar reservas en forma dinámica —más reservas conforme el ciclo económico se iba haciendo más peligroso— y a mantener proporciones razonables de crédito a valor total de las propiedades adquiridas. Sin embargo, éstos se han ido relajando asemejándose a estándares internacionales, lo cual ha permitido

que Santander reclasificara alrededor de 270 000 millones de euros de reservas, lo que provocó un impacto mucho mayor en las cajas de ahorro. El problema de éstas no es fácilmente cuantificable, porque no están listadas en la bolsa, pero después de que llegó haber 45 cajas de ahorro, cada día habrá menos, pues su débil condición las está forzando a fusionarse.

Los bancos comerciales simplemente han pospuesto la solución del problema. Con tal de ir saliendo de su inventario de inmuebles, ofrecen crédito por el 100% del valor de los mismos a plazos de hasta 40 años y ofrecen la garantía de recomprarlos en el futuro. Esto agrava la paupérrima situación de los desarrolladores, afectados por la competencia desleal de los bancos, haciendo imposible que puedan vender su propio inventario de propiedades.

La banca española controla 47% de los avalúos inmobiliarios<sup>4</sup> mediante 13 empresas que son directa o indirectamente de su propiedad. Esto les

permite no tener que reflejar menores precios en sus balances. Los desabolladores inmobiliarios, a todas luces quebrados, siguen recibiendo crédito fresco para tener con qué hacer frente a las obligaciones previamente contraídas con los bancos. Además, han recurrieron a prácticas contables agresivas al reflejar utilidades debido a la revaluación un tanto forzada de las propiedades que mantienen en su inventario. Conforme un desarrollador adquiere a otro, “revisa” los precios a los que los inventarios de terrenos están reflejados, generando una utilidad ficticia.

Esta situación ha formado un castillo de naipes en el cual la banca da la apariencia de estar infinitamente mejor capitalizada de lo que realmente está, y los precios de los inmuebles están lejos de reflejar el grave exceso de oferta y la débil demanda en el mercado. Potencialmente, la seria situación de la banca se agravará por el entorno claramente deflacionario y por el deterioro en el mercado laboral.

Para entender por qué es tan negativo un entorno deflacionario cuando se tiene deuda alta, es quizá más claro entenderlo a partir de la situación opuesta. Imagine el caso de una empresa que debe un millón de euros y tiene que pagar una tasa de 6% por el crédito. Si hay inflación de 4%, la tasa real que se paga es de sólo 2%. En el extremo, si la inflación es mayor que la tasa del préstamo, se acabará pagando más euros nominalmente, pero el poder adquisitivo de éstos será menor. En términos reales, se paga menos.

Cuando hay deflación, la tasa real que se paga es superior a la tasa nominal. Es común que en un entorno deflacionario caigan no sólo los ingresos de las empresas sino, incluso, los de las familias (con alto desempleo, por ejemplo, la gente está dispuesta a ganar menos que antes con tal de poder conseguir trabajo); pero el monto que deben permanece sin cambio. La economía española ya mostró su primer mes de deflación, aun antes de que se anunciaran las reducciones de 5 y 15% a la

compensación de burócratas y de funcionarios públicos.

Por otro lado, un mercado laboral débil provoca problemas a la cartera de crédito de los bancos debido a que, ante la pérdida de ingreso, las familias dejan de pagar sus deudas, desde la hipotecaria hasta la que adquirieron para hacerse de un automóvil, las tarjetas de crédito, etcétera. Es importante resaltar que tanto las familias como las empresas españolas incurrieron en pasivos elevados durante los años de abundancia. Esto es diferente al caso estadounidense, donde la deuda no estaba en el sector corporativo, sino en el financiero. Las empresas españolas utilizaron el crédito para invertir pero, como dije, la inversión no se enfocó al incremento en la productividad. Por ello, ésta es quizá la economía más afectada por el fortalecimiento del euro.

Cuando hay una crisis de tal magnitud, acompañada por un déficit en cuenta corriente tan

colosal, esa debilidad usualmente se refleja en un debilitamiento de la moneda. En el caso español, ésta no sólo no puede devaluarse, sino que la política monetaria del Banco Central Europeo no puede girar alrededor de las necesidades de Portugal, Irlanda, Grecia y España (los llamados “**pigs**”, por las iniciales en inglés), cuando países como Alemania (la economía más grande de la eurozona) y Holanda tienen superávits considerables. Ante la imposibilidad de un colchón cambiario, el grueso del ajuste lo resiente el mercado laboral.

La otra fuente de preocupación proviene del hecho de que, en algún momento, el déficit fiscal tendrá que resolverse, llegando al letal callejón sin salida política de tener que decidir entre bajar gasto o incrementar impuestos en una economía estancada. Ésta, por las limitaciones de política monetaria que impone ser parte de la eurozona, no permite que se compense, imprimiendo más dinero o devaluando. Aun sin considerar la secuela en el mercado de crédito que podría provenir de que

el desempleo probablemente alcanzara 25%, se estima que las pérdidas totales por la crisis inmobiliaria española podrían acabar ascendiendo a 250 000 millones de euros.<sup>5</sup>

En cierta forma, la situación de España es el epítome del otro gran problema que hará que la crisis actual pueda potencialmente ser más complicada para las economías europeas: la situación demográfica. El crecimiento poblacional de España es negativo, pero las obligaciones del gobierno son considerables. Cada vez habrá menos jóvenes pagando las obligaciones de los viejos económicamente inactivos. Las economías de la región empezarán pronto a pagar las consecuencias de haber adoptado el modelo de Estado benefactor europeo. Un estudio del Fondo Monetario Internacional estima que el costo del envejecimiento de la población en España alcanzará a ser 8.5% del **pib** en el año 2050.

Difícilmente España recurrirá a adoptar las soluciones que le hacen falta, como flexibilizar el

mercado laboral. Correr gente tiene que ser más fácil y más barato y sería deseable darle acceso a los empleados más capacitados al tipo de condiciones contractuales hoy acaparadas por empleados sindicalizados menos eficientes. En estricto sentido, los sueldos tienen que bajar porque en su nivel actual España no tiene cómo competir con el resto del mundo. Se tiene que permitir que los sueldos reflejen la situación claramente deflacionaria porque si el gobierno insiste en que la solución está en que éstos aumenten (como absurdamente lo ha hecho), el único ajuste posible se dará con más desempleo, empresas quebradas y una recesión más larga y más profunda.

Tarde o temprano se tendrá que dejar que los precios de los inmuebles reflejen la realidad y permitir que el mercado se empiece a limpiar. Mientras no pase será un tapón que impedirá que fluya el crédito. La situación española va a acabar teniendo un impacto en los bancos del resto de Europa. La situación económica en Europa es

más precaria de lo que se piensa y la fortaleza del euro puede volverse un pesado lastre. Algunas soluciones necesarias para aliviar el largo plazo, como lo sería incluir a Turquía en la Unión Europea y abrir la puerta a la inmigración, serían hoy políticamente suicidas. Por ello, la perspectiva para el largo plazo es más sombría, e incluso la firmeza de la Unión está potencialmente en duda.

En una unión que comparte política monetaria, pero donde la política fiscal depende de cada país y la movilidad de los trabajadores tiene límites, el mercado irá reflejando cada vez más preocupación de que los países de la periferia (los cuatro **pigs** entre ellos) acaben siendo orillados a no pagar su deuda externa.

¿QUÉ SIGUE ENTONCES?

Portugal va a caer y se propondrá un rescate similar al griego y al irlandés. España jurará por la Biblia que va a poner la casa en orden (y se

referirán exclusivamente al orden fiscal, pero nadie hablará de la manipulación inmobiliaria de los bancos) y los mercados no le van a creer. Gradualmente, las tasas seguirán subiendo y al hacerlo presionarán más y más al sistema bancario español, que verá cómo su costo de fondeo crece y crece y su rentabilidad sigue desplomándose. El problema ya está ahogando a las “cajas” españolas — forzándolas a fusionarse—, pues son mucho más dependientes de su cartera puramente hipotecaria. En los próximos meses el tsunami llegará a los grandes bancos, más sofisticados, con negocios más diversificados, pero aún demasiado expuestos.

Donde el tema se topa con pared es en la parte política; el mismo problema que en Estados Unidos, pero con manifestaciones radicalmente diferentes.

En Europa lo que veremos es que en los países periféricos —del Club Med, los **pigs**, o como

quiera denominarlos— el problema lo ocasionarán las clases media y baja, que serán estranguladas por la inmisericorde corrección que se les está imponiendo. Estos países no sólo han vivido ya en recesión, en el caso de España con un desempleo que rebasa 20%, sino que ahora se les impondrán ajustes que implicarán un mayor pago de impuestos, un menor gasto público, reducción de servicios, baja de salarios, ¿y todo para “rescatar a los malvados banqueros”? ¿Qué creen ustedes que les pasará a los gobiernos que están imponiendo tan amarga medicina? ¿Y qué pasa con los países que están financiando los rescates? Al final les pasará lo mismo. Recuerden que en el plan de rescate que se anunció con gran fanfarria el 9 de mayo, para de una vez por todas ahuyentar cualquier especulación, se dijo que se constituía un fondo de un billón de dólares, o 750 000 millones de euros; 500 000 millones provendrían de un nuevo fondo de estabilización a ser fondeado por los países “ricos” de Europa y 250 000 millones del Fondo Monetario Internacional. Pero ese medio billón

de euros no está ahí guardado en una caja fuerte; es la suma de compromisos de fondeo de esos países a cambio de que los países rescatados logren ciertos objetivos específicos, principalmente de orden fiscal. Así, el gobierno austriaco manifestó que detendría aportaciones posteriores como consecuencia de que Grecia no estaba llegando a las metas de reducción de déficit establecidas. ¿Por qué cometieron tal falta los griegos? Lo hicieron porque los ajustes fiscales son como bajar de peso. Al principio, basta con dejar de comerse el tercer helado de la tarde. El problema está en que para bajar los últimos kilos hay que hacer esfuerzos mucho más difíciles. El déficit fiscal griego se redujo rápidamente de 13.6% del **pib** en 2009 a 9.3% este año, pero una vez que la economía se colapsa como resultado de menos gasto, más impuestos, tasas de interés más altas, menos inversión y menos consumo, no importa a qué nivel se ponga la tasa impositiva; la recaudación será menor debido a que la actividad económica se detuvo. Grecia se

comprometió a estar debajo de 3% en 2014. Apuesto lo que sea a que el gobierno cae mucho antes de estar remotamente cerca de esa meta.

Además de Austria, Finlandia y Eslovaquia externaron sus dudas sobre si continúan o no aportando al fondo. Esto puso al gran bombero europeo, Alemania, en una posición precaria. ¿Cómo justificará Merkel que los contribuyentes alemanes tienen que continuar metiendo su mano al bolsillo para seguir haciendo rescates cada vez más onerosos? Máxime que una de las condiciones más estrictas para la participación alemana en la eurozona llevó a restringir constitucionalmente la posibilidad de que Alemania rescate a otro Estado; por ello, el fondo fue visto como un vehículo que permite “triangular” el rescate, pero en algún momento la objeción a esa actividad será, incluso, legal. Nuevamente, también en esos países se está agotando el capital político, en forma directamente proporcional al peso de los

rescates.

Desafortunadamente, esta situación presagia que tanto en Estados Unidos como en Europa veremos el ascenso de gobiernos cada vez más populistas que venderán soluciones mágicas de corto plazo, pero que evitarán las difíciles medidas de fondo necesarias para corregir los problemas estructurales. Nadie le va a decir al pueblo estadounidense que si medimos bien su problema fiscal e incluimos los déficits fiscales que ya están presupuestados oficialmente para los próximos años hasta 2015 y agregamos la deuda municipal (que es evidentemente federal, aunque no se le clasifique así), su endeudamiento real ascenderá a 17 billones (millones de millones) de dólares (aun asumiendo los ilusos pronósticos de crecimiento que no se van a dar), lo cual equivale a 120% del **pib** y los hace ver más griegos que nunca. Nadie les va a decir que esa magnitud del problema tiene una sola solución: tomar el código fiscal estadounidense, echarlo al excusado y tirar de la cadena, para conformar

un código nuevo y más inteligente que grave más el consumo que el ingreso y que quizá incluya un impuesto a los activos; se tiene que incrementar la recaudación fiscal y bajar el gasto público. Hace mucho pasaron los días donde una u otra medida bastaba. Nadie le va a decir a los españoles que ahora tendrán que pagar por los años en que utilizaron su acceso a crédito barato en una moneda estable para hacer casitas de fin de semana, en vez de modernizar sus industrias, entrenar a sus trabajadores, desarrollar infraestructura y hacerse competitivos; ahora vendrán años de bajo crecimiento y deflación, o probablemente de regresar a una peseta devaluada como alternativa. Nadie le dirá a los alemanes que a pesar de su férrea disciplina y de los loables sacrificios que pueblo y sindicatos han hecho, eso no bastará para compensar por años de colosales superávits comerciales beneficiándose de un euro infinitamente más débil de lo que hoy estaría el marco si subsistiera; si quieren salvar a la eurozona, tendrán que seguir rescatando calladitos y más les vale ponerse a

comprar lo que españoles, griegos, irlandeses e italianos exporten (por cierto, ¿qué exportan?), porque en países donde cae el gasto público, el consumo y la inversión privada, sólo el sector externo puede emplear y generar algo de crecimiento.

¿Se acuerdan cuando Bill Clinton dijo en un debate, cuando competía por la presidencia contra George Bush padre, “es la economía, estúpido”, hablando de que ése era el único tema políticamente importante? Hoy ha ocurrido lo opuesto: la política es el único tema económicamente importante. El capital político para decir las duras verdades simplemente se ha agotado y, por ello, el futuro es poco esperanzador. Parece que lo que forzará la mano de los políticos no es su sentido común o instinto patriota; sólo entenderán las razones que los mercados de bonos les impongan cuando el precio de las emisiones de deuda de sus países caiga (es decir, que la tasa suba); conforme haya cada vez más vencimientos, más necesidad

de colocar bonos nuevos y, por ello, los déficit crezcan, menos apetito de los inversionistas por las emisiones que los sustituyen y la aversión al riesgo aumente. Ojalá que me equivoque.

# El presente de Estados Unidos

## LA ESTRUCTURA POLÍTICA

Uno de los capítulos de la historia que más me conmueve es el de la fundación de Estados Unidos. El acta de la declaración de independencia estadounidense es un bello documento que refleja la influencia de filósofos liberales como Locke y Montesquieu. Establece el derecho de los seres humanos a vivir, a ser libres y a buscar su felicidad; y lo hizo hace más de 200 años cuando la mayoría de la humanidad vivía dominada por déspotas o —en el mejor de los casos— monarcas. Como ha ocurrido en otros afortunados momentos de la historia, éste fue uno en el cual un reducido grupo de personas con una inteligencia y visión extraordinarias, logró influir decisivamente en un momento crucial.

Uno de los principales legados intelectuales del filósofo inglés John Locke (1632-1704) a los

fundadores de esa nación es la idea de incorporar en el espíritu del gobierno la certeza de que los individuos actuarán siempre velando por su propio interés; por ello, los fundadores de la nación partieron de que el sistema debe basarse en la separación de poderes, en un sistema de “cheques y balances”, y en la certeza absoluta de que no se debe confiar ciegamente en los políticos, pues la política probablemente atraerá a gente en busca de aprovecharse de su posición.

Por ello, Estados Unidos creó un gobierno con tres poderes, ninguno de los cuales puede tomar decisiones definitivas sin la aprobación de otro. El poder legislativo se ideó con la intención de contar con dos cámaras: una de senadores, que atraería a la gente más poderosa en cada Estado, y una cámara baja, que representara a la mayoría de la población; para legislar, ambas tendrían que actuar juntas. Se veía que el riesgo de una cámara baja actuando sola estaría en la adopción de políticas populistas y un Senado haciéndolo así podría generar elitismo, oligopolios u otras

medidas en contra de los que menos tienen. El Ejecutivo, sin embargo, tendría la posibilidad de vetar una iniciativa de ley; pero si dos tercios del legislativo votan en la misma dirección, pueden derrotar el veto. Igualmente, el legislativo puede enjuiciar y remover al presidente y confirmar las nominaciones en el aparato judicial. El aparato judicial no legisla, pero interpreta y aplica la ley; y el proceso de enjuiciar a un presidente sería dirigido por el jefe de la Suprema

Corte. Así, sucesivamente, cada poder vigila y es vigilado; nadie ejerce poder absoluto porque, como dijera el historiador inglés Lord Acton (1834-1902), el poder tiende a corromper y el poder absoluto corrompe absolutamente.

Visto desde fuera, sin embargo, el legislativo estadounidense parece hoy en día presa de la inmovilidad, pero en ese diseño el Senado siempre se concibió como un freno. Los senadores son electos para servir por un periodo de seis

años, y un tercio del Senado se renueva cada dos años. Esto permite que la composición del Senado refleje preferencias electorales de largo plazo; mientras que el Congreso puede sufrir cambios súbitos, pues se renueva totalmente cada dos, reflejando cambios en el humor del electorado. Dado que ambas cámaras tienen que actuar juntas, cuando hay cambios radicales en la percepción que el electorado tiene del gobierno, es factible tener a ambas cámaras con mayorías diferentes, lo cual mete el freno y obliga al consenso para la toma de medidas relevantes.

En un entorno crítico como el actual confirmamos las enormes limitaciones de los políticos que — como sería de esperarse— parecen obsesionados por lograr maximizar su popularidad y capital político, aun a costa de lo que rinde mayores beneficios a largo plazo. El gobierno estadounidense parece estar definiendo sus fortalezas y debilidades alrededor de su reacción a la crisis actual. Los dos partidos en la legislatura estadounidense parecen incapaces

de ponerse de acuerdo para pasar cualquier ley por menor que sea, pero sí pudieron ponerse de acuerdo en un fin de semana para aprobar el **tarp**<sup>1</sup> (siglas en inglés para el “Programa de alivio a activos en problemas”) que le daba al Departamento del Tesoro estadounidense la autorización para adquirir hasta 700 000 millones de dólares de activos “en problemas” y así recapitalizar indirectamente a las instituciones financieras fuertemente golpeadas por tener éstos en sus balances contables. Esta bipolaridad legislativa avala la tesis fundamental de este libro, que asume que los grandes cambios y reformas estructurales que son hoy urgentes —y cuya necesidad es evidente— no serán el producto de un diálogo inteligente y un diseño lógico, sino la reacción a una crisis que haga que el sistema político deje su ideología en el cajón e impulse aquello que se requiere para resolverla. Se hará como resultado del sentido de urgencia, no del sentido de responsabilidad. La expedita aprobación del *TARP* prueba que este tipo de acción es posible.

Quienes han observado el desempeño de la administración de Obama pueden pensar que ha habido evidencia de la posibilidad de pasar legislación importante, como la reforma al sistema de salud. Sin embargo, hay que entender las enormes limitaciones de esta reforma; ésta sólo se logró debido a que se dejó fuera toda posibilidad de choque con los poderes fácticos de la economía estadounidense. Déjenme explicarme.

A principios de 2010 tuve la oportunidad de conocer a Bill Clinton, como parte de una reunión relativamente pequeña en casa de un amigo. En ésta se le preguntó al ex presidente cuál era el principal riesgo que enfrentaba la economía estadounidense. Él respondió que éste estaba en la posibilidad de que la provisión de servicios de salud se volviera un lastre para el crecimiento de la economía. Según él, el Reino Unido lograba proveer salud universal con un costo total de 8% del **pib**, mientras que en Estados Unidos costaba el doble proveer salud que dejaba fuera a 30 millones de estadounidenses. Si no se lograba,

dijo, bajar el costo total a alrededor de 12% del **pib**, iba a ser muy complicado que la economía estadounidense mantuviera su competitividad. Las reformas de Obama elevarán el costo por encima de 20%.

La provisión de salud en Estados Unidos es la más cara del mundo por tres motivos fundamentales. Primero, porque los doctores y trabajadores de la salud tienen que contratar carísimos seguros en contra de demandas legales, en muchas ocasiones frívolas, que pueden cortar de tajo sus carreras y costar muchos millones de dólares. Conozco los casos de médicos en Nueva York que pagan la friolera de 200 000 o 250 000 dólares al año por pólizas de este tipo. Evidentemente, eso les fuerza a reflejar ese pago en el costo de los servicios que ellos ofrecen, encareciéndolos considerablemente. Adicionalmente, la amenaza de demandas les lleva a ordenar todo tipo de análisis y exámenes poco relevantes para el diagnóstico que hacen, para simplemente cubrirse la espalda y mostrar que consideraron todas

las posibilidades en el diagnóstico y echaron mano de todas las herramientas a su alcance. Cada análisis y examen tiene un costo que eleva la cuenta total.

Segundo, las empresas farmacéuticas venden en Estados Unidos a precios más caros que en cualquier otro país. Esto ocurre porque los compradores más importantes no tienen permitido negociar (como es el caso del sistema de *Medicare*), o porque pueden simplemente reflejarle este costo a aseguradoras privadas. Y son éstas el segundo motivo por el que la provisión de salud es tan cara. Los márgenes de utilidad de las aseguradoras privadas son elevados y no son más que simples intermediarios que encarecen el proceso en el cual las familias recibirán un reembolso por el servicio que pagaron. Las aseguradoras son regionales y no compiten entre sí, pues no tienen licencias federales, así que son negocios muy rentables, que poco hacen por buscar eficiencia en los servicios y muchas veces generan rentabilidad al provocar

trámites engorrosos que llevan a que la gente simplemente se dé por vencida y esté dispuesta a no recibir un reembolso.

Lo que hizo Obama en su proceso de buscar la aprobación de la reforma al sistema de salud fue simplemente dejar el carísimo e ineficiente sistema intacto, pero haciéndolo casi obligatorio, evitando que las aseguradoras pudieran evitar la cobertura de personas con males preexistentes. Evitó enfrentarse con los abogados litigantes que ganan fortunas con demandas a hospitales y doctores, con empresas farmacéuticas y con aseguradoras. Simplemente les hizo el mercado más grande. Evidentemente, la reforma pasó. Claramente, sin embargo, lejos de abaratar el costo de la provisión de salud, lo encarecieron considerablemente.

La administración de Obama ha dicho que la reforma acabará reduciendo el déficit fiscal por 131 000 millones de dólares. Su análisis para llegar a esa cifra es, por decir lo menos,

kafkiano. Pero incluso la **cbo** (oficina presupuestal del Congreso) asume que los costos adicionales podrían ascender a 222 000 millones de dólares. Para tener un parámetro de qué tan equivocada puede ser esta estimación, cuando en 1967 el Congreso estadounidense calculó el costo que el sistema nacional de *Medicare*, aprobado en 1965, tendría en el futuro, proyectaba que el costo total llegaría a 12 000 millones de dólares en 1990. El costo real acabó siendo de 110 000 millones ese año, casi 10 veces más que lo estimado.

Lo que es aún más increíble es que el sistema de *Medicare* está quebrado, pues el valor presente de lo que no está provisionado de las obligaciones futuras a las que está legalmente comprometido asciende a 38 billones de dólares, 2.7 veces el tamaño total de la economía estadounidense. La reforma, entonces, garantiza que la quiebra del sistema llegará antes, pues simplemente le metieron más gente a éste.

Pasar leyes, entonces, es posible. Pero pareciera que sólo pasan si se está dispuesto a no tener confrontación alguna con grupos de poder.

Las confrontaciones, típicamente, son el resultado de afectar el bolsillo de éstos, por lo cual no tenerlas usualmente garantiza que el costo acabe siendo asumido por el gobierno mismo.

Los políticos actúan con la importancia que merecerían, si en efecto pudiesen hacer algo para evitar la brutal secuela que dejan las grandes crisis como la que estamos viviendo, y su torpe modo de actuar solamente garantiza que la situación se prolongue por años. Usualmente, de hecho, la máxima ayuda que podrían otorgar sería quitándose del camino.

Sin duda, la crisis actual forzará a que Estados Unidos se vuelva a definir como nación, y eso es algo que tienden a lograr ante las grandes crisis. Para entender la evolución que tendrá ese debate, es importante entender la esencia de los dos grandes partidos políticos y las

características fundamentales de la ideología política estadounidense arraigada en sus orígenes.

Estados Unidos fue fundado por colonos provenientes de Inglaterra, Escocia, Alemania y otros países europeos; pero, a diferencia de quienes vivían en el Viejo Mundo, los colonos tenían principios políticos “liberales”, creían en valores como la igualdad y rechazaban principios aristocráticos, sin embargo, los unían sus principios religiosos conservadores. Compartían valores protestantes como el ennoblecimiento que da el trabajo, pero también compartían un escepticismo sobre el gobierno y un sano rechazo a la autoridad impuesta. Declararon su independencia del reino británico no por no compartir religión, etnia, lenguaje o cultura con éste, sino porque “intelectualizaron su nacionalismo”, como dijo el historiador Samuel Huntington. Por ello, los nuevos “americanos” hablaron de verdades “evidentes en sí mismas” y son éstas las que los definen como tales. Según el historiador,

un aspecto que distingue el credo “americano” es su carácter antigobierno, la oposición ante el poder y la sospecha del gobierno como la forma más peligrosa de materialización del poder. Justifican la necesidad de un gobierno débil, ya sea porque el ser humano es esencialmente bueno y por lo tanto no necesita ser controlado por éste, o porque es esencialmente malo, por lo cual sólo un gobierno débil permitirá protección del abuso que de él harán los hombres.

Así, una vez fundado Estados Unidos como país, hubo cuatro periodos de la llamada “pasión de credo”, que expresaba la preocupación por la libertad estadounidense, a la cual el historiador Samuel Huntington describió como “individualista, igualitaria y, por ende, básicamente antigobierno y antiautoridad”: la lucha por la independencia (conocida como “Revolución”) en la década de 1770; el periodo jacksoniano de la década de 1830; la era progresista entre 1900 y 1920; y la lucha por los derechos civiles de los años sesenta. Se dice que estamos, ahora, en el quinto periodo,

en el cual se tienen que definir los valores que dominarán esa desarmonía que caracteriza a un país en el que conviven poblaciones conservadoras, menos educadas, muy religiosas y más homogéneas del centro del país (y sur, con minorías afroamericanas relevantes), con poblaciones heterogéneas, más educadas y más prósperas de las costas.

La toma de posesión de Barack Obama el martes 20 de enero de 2009 respondía a un logro no menor de un país que eligió democráticamente a un presidente que provenía de una minoría étnica (¿qué otro país desarrollado podría conseguir hazaña igual?), pero también a la promesa del inicio de una “era” para la “izquierda” estadounidense, que no existía desde el final del “New Deal” de Franklin Delano Roosevelt, que llegó a un final abrupto cuando éste intentó incrementar el número de jueces en la Suprema Corte para poder tener una mayoría en ésta y el pueblo se opuso tajantemente a esta medida en los años treinta.

Seguramente los políticos siempre han sido iguales, pero creo que uno de los cambios que han hecho que la situación política se complique recientemente y dificulte la toma de medidas relevantes e inteligentes proviene de cambios sutiles pero trascendentes. En mi opinión, un efecto notable de los ataques del 11 de septiembre de 2001 a las Torres Gemelas en Nueva York fue que se convirtiera en una excusa para justificar poderes excepcionales —como los que se tendría en tiempos de guerra— para el Poder Ejecutivo. El artífice de éstos fue el vicepresidente Dick Cheney. Cheney tuvo un asiento de primera fila en los procesos judiciales que más han humillado al presidente de Estados Unidos en la historia, como resultado del abuso del Poder Ejecutivo cometido por Richard Nixon en el Watergate (en 1974, cuando Cheney tenía 33 años de edad y trabajaba en la Casa Blanca). Posteriormente, en 1975 fue nombrado *chief of staff* (jefe de asesores) de la Casa Blanca de Gerald Ford. A Cheney le enfermaba el poder del Congreso y los límites que

éste imponía sobre el presidente, y en una y otra ocasión se volvió el principal vocero de la necesidad de reinstaurar el “privilegio ejecutivo”. Por ello, Cheney tomó ventaja del primer gran ataque terrorista en territorio estadounidense para justificar programas de espionaje, tortura para “combatientes extranjeros” y recolección de inteligencia en territorio estadounidense, que en otro entorno hubieran sido considerados como inconstitucionales. Cheney fue el artífice de las cárceles clandestinas en Europa del este, de la detención indefinida de “combatientes extranjeros” en Guantánamo (fuera de territorio estadounidense para evitar el alcance de otro poder: el Judicial) y el secuestro de sospechosos en países como Alemania e Italia, que provocaron cargos criminales en esos países contra agentes de la **cia**.

Richard Nixon dijo una frase célebre en las entrevistas que concedió al inglés David Frost en 1977 (y recientemente hechas película),

intentando reivindicarse con el pueblo estadounidense después de haber tenido que renunciar a la presidencia: Si lo hace el presidente de los Estados Unidos, eso quiere decir que [ese hecho] no es ilegal”. Cheney parece haberse tomado a pecho esa insensata premisa. Llegó incluso al extremo de decir que la vicepresidencia estadounidense no era parte del Poder Ejecutivo debido a que entre sus muy limitadas atribuciones está la de ser presidente del Senado, con capacidad para romper empates en la cámara, por lo que eso debería hacer que fuese considerada parte del Legislativo. Igualmente, articuló el ataque contra el embajador Joseph Wilson y su esposa Valerie Plame por atreverse a cuestionar la endeble evidencia de armas de destrucción masiva en la que la administración Bush basó la invasión a Irak, utilizando a Scooter Libby, su jefe de asesores, para justificar el ataque contra esa nación.

Una de las mayores frustraciones que he vivido en las casi dos décadas que llevo viviendo en

Estados Unidos fue cuando el gobierno de Bush-Cheney en lugar de capitalizar la incuestionable simpatía internacional que recibió Estados Unidos tras los ataques terroristas del 11 de septiembre — la cual sentaba las bases para medidas concertadas con el resto del mundo— decidió involucrarse en la bandera de las barras y las estrellas y asumir una posición de “Estados Unidos contra el mundo”, o la de “el mundo con nosotros o con los terroristas”; ambas igualmente absurdas y destructivas. Uno de los legados indeseables de la presidencia de George W. Bush es que este tipo de medidas ha sesgado marginalmente el crucial y frágil balance de poderes estadounidense —la piedra angular del sistema— a favor del Poder Ejecutivo que era de por sí presidencialista, dada la capacidad de veto en manos de la presidencia. La última esperanza de que un presidente revirtiera ese presidencialismo estuvo en la elección de Barack Obama, quien era profesor de derecho constitucional en la Universidad de Chicago y que hubiera sido un lógico defensor de este balance. Ésta fue otra de

las muchas oportunidades de mostrar grandeza que el presidente ha dilapidado.

En mi opinión, este sutil desbalance ha hecho que las mayorías en la Cámara de Representantes y en el Senado sean menos decisivas y, por ende, menos deseables si no se dan en combinación con el control de la Casa Blanca. Esto explica por qué las herramientas en el arsenal legislativo, como el llamado “filibuster”,<sup>2</sup> pasaron de ser medidas para casos extremos a absolutamente cotidianas en los últimos tres años. En la administración de Obama, entonces, para pasar cualquier ley por el Senado no basta el apoyo de la mayoría, sino que ahora se requiere del voto de 60 senadores. Esto no sólo implica que un partido tiene que tener esa clase de mayoría en el Senado, como la llegó a tener el gobierno de Obama, sino que además, todos éstos tienen que votar en la misma dirección. En el caso de Obama, dado que tenían exactamente ese número de demócratas en el Senado, lograr el compromiso de todos llevó a que la presidencia fuera rehén de los caprichos de cada senador con

la capacidad de emitir —o no— el sexagésimo voto.

Estados Unidos es un país de dos partidos. El espectro político, sin embargo, es tan diverso como el que existe en países que los tienen por docenas. A veces observando la arena política desde América Latina, ésta parece infinitamente más homogénea de lo que es. Alguna vez, cuando participé en una marcha de apoyo a inmigrantes latinoamericanos en Nueva York, me sorprendió ver de primera mano a múltiples organizaciones políticas, desde anarquistas hasta comunistas, que estuvieron presentes en ésta. Para aquellos que lo duden, les sugiero ir de visita a Cooper Union o a The New School, universidades localizadas en Manhattan, y se quedarán perplejos del contenido de los panfletos disponibles y eventos que ahí se celebran. Sin ir más lejos, alguna vez participando en un programa de televisión en México con mi amigo Jesús Silva-Herzog Márquez, uno de los politólogos más respetables, él se rió cuando mencioné el

término “izquierda estadounidense”; ésta existe, sin duda, aún en versiones que serían en cualquier contexto extremas. En el lado opuesto del espectro hay también posturas exageradamente conservadoras que irritarían al propio Mussolini. En el sur y centro de Estados Unidos está la población a la que hizo alusión el presidente Obama cuando se refirió a quienes vivían ahí como gente que “se aferra a su dios y a sus armas”, gente cuya radicalización parece aumentar todos los días.

El hecho de que haya sólo dos partidos políticos, a diferencia de otros países donde hay numerosos partidos menores,<sup>3</sup> lleva a que haya una amplia gama de ideologías dentro de éstos. Es interesante observar que en ambos casos, demócratas y republicanos, la parte más extrema de cada partido ha logrado ahuyentar a los electores más moderados. Los extremos se están imponiendo y lo hacen particularmente en elecciones primarias, cuando se eligen candidatos. Esto está cambiando la dinámica política

estadounidense, limitando los puntos de encuentro entre demócratas y republicanos. Propongo que los analicemos por separado.

## EL PARTIDO DEMÓCRATA

Para entender mejor el balance de fuerzas dentro del partido hoy en el poder, quizá debiéramos preguntarnos en qué se gastaron los primeros 784 000 millones de dólares del primer estímulo fiscal poscrisis. Mientras el sector privado se deshizo de ocho millones de empleados, el empleo en el sector público creció.

En un acto de arrogancia absoluta, pensando que la nueva “era” había comenzado, el cabildeo de los grandes sindicatos estuvo a punto de imponer la legislación del llamado *card check*, un sistema por medio del cual se aboliría la posibilidad del voto secreto cuando los trabajadores de una empresa fuesen a decidir si querían o no ser parte de un sindicato. Al votar en forma pública, se hacía posible presionar a quienes se opusieran.

Sorprendentemente, el presidente Obama se manifestó muchas veces en favor de tan arbitraria medida.

Sin embargo, el peso de los sindicatos gubernamentales va más allá del apoyo financiero. En las elecciones primarias, de las cuales se elige al candidato presidencial, los primeros estados donde éstas ocurren tienen un peso muy superior a la importancia relativa de éstos utilizando cualquier otro criterio. Las elecciones primarias en estados como Iowa y New Hampshire, por ser las primeras en el proceso, se vuelven cruciales, pues determinan la posibilidad de que los candidatos desarrollen el *momentum* y la inercia financiera necesarios para contender en estados que serán determinantes en la elección. Esos estados se definen por procesos abiertos llamados *caucus* en los que la gente se reúne a elegir a sus candidatos prácticamente por “aclamación”. Por ello, se vuelve determinante tener la capacidad de mover a grandes números de

votantes —a favor de candidatos específicos— a esos procesos. Típicamente, quienes tienen el tiempo para participar en estos procesos son los retirados y gente de edad avanzada, que es además el segmento de la población que más vota. Son precisamente los miembros del sindicato de maestros, por ejemplo, quienes mejor organizados están para recoger en sus casas y movilizar a estos votantes.

Este grupo “de izquierda”, en parámetros estadounidenses, pesa entonces por su capacidad logística y contribución financiera; por ende, participa en forma determinante definiendo la agenda de su partido.

En mi opinión, uno de los más grandes errores que ha hecho el presidente Obama proviene de complacer de más a su clientela demócrata, no sólo al haber destinado recursos cuantiosos al rescate federal de estados y municipios, sino también para empeñar su capital político en la reforma al sistema de salud y la extensión del

seguro de desempleo de 24 a 99 semanas y, después, por 13 meses más. Sin embargo, fracasó en su intento por introducir una opción para la provisión de salud que estuviese totalmente bajo el control del sector público, y ése era el elemento fundamental que su base de apoyo exigía.

## EL PARTIDO REPUBLICANO

En la derecha estadounidense se ha librado una guerra cultural en las últimas décadas. El partido de Lincoln que tuvo en sus filas a políticos moderados como Teddy Roosevelt, gradualmente se ha redefinido alrededor de conceptos más morales que políticos o económicos. Estrategas republicanos —como Karl Rove— se dieron cuenta de que introducir estos conceptos a las contiendas electorales garantizaba que el segmento más conservador de la población — particularmente en estados menos progresistas del sur y el centro— jamás votaría por un candidato

que apoyara el aborto, el matrimonio entre homosexuales, o quisiera limitar el acceso de la población a armas de fuego. Como alguna vez me dijo el congresista de Wisconsin Paul Ryan, el Partido Republicano ha imposibilitado el respaldo de electores independientes de centro debido a que antes se les pedía que fueran partidarios de la empresa privada y que estuvieran en contra de que el Estado controlara la economía, y ahora se les exigía que además fueran religiosos, antiabortistas, antihomosexuales, antiinmigrantes y estuvieran en pro de que ciudadanos comunes y corrientes porten armas.

Pero, nuevamente, los electores que participan en elecciones primarias son típicamente los republicanos más dogmáticos e ideológicamente puros. Esto radicaliza la postura de los candidatos políticos y les lleva a hacer afirmaciones que usualmente acaban resultándoles contraproducentes en elecciones generales. Para el ala más conservadora de los republicanos, la gran amenaza proviene de la rectoría económica por

parte del Estado. Éste es demasiado grande y la única forma de forzarlo a entrar en razón es matarlo de inanición: *starve the beast* (mata de hambre a la bestia), reza su ideario. Asumen que los gobiernos jamás se meten en cintura solos y, por ello, sólo la bancarrota los fuerza a hacerse más pequeños. Pero, en la madre de todas las contradicciones, se rehúsan a permitir que se reduzca el gasto militar, pues el resto del mundo “envidia el bienestar estadounidense” y está por ello al asecho. En un tema en el que profundizaré después, ésta es la raíz fundamental ideológica de uno de los grandes ardides de la historia que por décadas ha alimentado al complejo militar estadounidense.

Es importante mencionar, después de hablar de la radicalización de ambos partidos, que el surgimiento del llamado “Partido del Té” es quizá el mayor respiro que ha recibido el Partido

Demócrata en años. El nuevo partido ha atraído a sus filas a muchos republicanos conservadores, e

incluso ha impuesto a algunos de sus militantes en elecciones primarias para elegir candidatos al Senado y a la Cámara de Representantes. Debido a que cuentan con importante financiamiento y que han logrado catalizar mucho del enojo que siempre hay contra cualquier gobierno que se encuentre en medio de una crisis de la magnitud de la actual, han forzado al Partido Republicano a darles cabida. Pero, para evitar generar su ira, por ejemplo, la gran mayoría de los republicanos recientemente electos para cámara baja y Senado han firmado una especie de contrato en el cual se comprometen a que por ningún motivo votarán a favor de incremento alguno de impuestos en la nueva legislatura. El Partido Republicano parece querer evitar una escisión de ese segmento más conservador. Pero, para ello, tendrán que estar dispuestos a venderle su alma al diablo. Desafortunadamente para ellos, los resultados de las dos últimas elecciones han mostrado que — debido a la radicalización de los partidos— hay cada vez más electores que se definen como “independientes” y son éstos quienes han definido

los resultados de ambas. Si mantener una agenda radical es la única alternativa para tener contentos a los del Partido del Té, harán que sea extremadamente probable que el presidente Obama se reelija en 2012.

Pero mientras ambos partidos tratan de alimentar a su base; los republicanos bloquean cualquier incremento en impuestos y los demócratas impiden ajuste alguno en el gasto, provocan así la peor situación fiscal que Estados Unidos ha tenido desde la segunda Guerra Mundial.

En diciembre de 2010, en un intento por conciliarse con la oposición, el presidente Obama hizo una de las peores negociaciones que he visto en mi vida. Su objetivo era el siguiente: George W. Bush, en un intento por estimular la economía estadounidense poscrisis de internet, decidió reducir en cinco puntos porcentuales la tasa de impuesto sobre la renta de los estadounidenses. Dado el colosal costo de esa medida, se adoptaría en forma “temporal” por 10 años. Ese término

expiraba a fines de 2010 y dado el alto desempleo oficial (9.8%) en ese momento y dada la extremadamente tibia recuperación económica a pesar de los cuantiosos estímulos fiscales y monetarios, resultaba peligroso subir esa tasa. Evidentemente, si medimos en dólares el costo de esa exención, el beneficio es tan desproporcionado como lo es la distribución del ingreso. Alguien como Bill Gates o Warren Buffet dejan de pagar muchos millones de dólares de impuestos; un tipo que gana 100 000 dólares quizá reciba un beneficio neto de un par de miles. Por ello, Obama propuso que la exención se mantuviera para aquellos que ganaran menos de 250 000 dólares. Los republicanos se montaron en una posición que enorgulleciera al “Tea Party” y amenazaron con no pasar legislación alguna<sup>4</sup> a no ser que se extendiera ilimitadamente esa provisión por dos años (sabiendo además que en dos años, en plena campaña presidencial, será imposible abolirla). Obama cedió; a cambio de hacerlo, forzó a que los republicanos extendieran por 13 meses más el pago de seguro

de desempleo, para lo cual los republicanos contraatacaron pidiendo que el seguro a la herencia, que en su formato actual también expiraba a fines de 2010, redujera la tasa propuesta de 50 a 35%, e incrementara la exención de un millón a cinco millones. ¿El costo estimado de la factura? 850 000 millones de dólares.

Pero regresemos por un momento a las implicaciones económicas que han provenido de combinar la peor crisis en 80 años con la compleja realidad política. Obama se vio repentinamente con 780 000 millones de dólares provenientes del primer paquete de “estímulo” en las manos y con la obligación de desembolsarlo pronto. Se discutió una y otra vez qué hacer con ese dinero. En aquel momento, defendí que no era una mala idea incrementar el gasto, pero que había que asegurarse que fuera a destinos que incrementaran la competitividad estadounidense. En mi opinión, era una extraordinaria oportunidad para modernizar la

obsoleta infraestructura de transporte y comunicaciones estadounidense. Cientos de proyectos necesitaban apoyo urgente. El puerto de Nueva Orléans, por ejemplo, requería de decenas de miles de millones de dólares para poder recibir a los barcos de colosales dimensiones que ahora podrán cruzar por el nuevo Canal de Panamá. Además, era un gasto que se haría en una zona devastada por el huracán Catalina. Aeropuertos como el de Laguardia en Nueva York casi valen más por ser monumentos históricos o antigüedades que por sus instalaciones. Como dice el columnista del *New York Times* Tom Friedman: si uno vuela del aeropuerto de Shanghai a éste, sería difícil creer que el trayecto fue de un país en vías de desarrollo al más industrializado del mundo. Tiene razón también al afirmar que la única razón por la que los estadounidenses no se dan cuenta del atraso en su infraestructura es porque no viajan. Pero se empezó a decir que tenía que gastarse más rápido, que hacer aeropuertos tomaría demasiado tiempo. El resultado fue que se

gastó en... perdón, no sé a ciencia cierta en qué, pero sí sé que lo gastaron.

Obama sigue pensando que el seguro de desempleo es una buena idea y que el gobierno tiene gran capacidad para generar empleos. En mi opinión, hay que distinguir entre crear trabajos y generar empleo, entendiendo por este último el proceso de trabajar para producir un bien o un servicio, de tener la capacidad de agregar valor. A la larga, la única forma de generar progreso y movilidad social se basa en ir haciendo que cada trabajador tenga la capacidad de producir más y mejor, ya sea porque tiene bienes de capital a su alcance, mejor tecnología, o porque está más entrenado; entonces, ese trabajador tendrá la capacidad de ganar más y vivir mejor, no por decreto, sino porque le es posible producir.

Ése debiera ser el objetivo de los sindicatos, en vez de buscar que los trabajadores simplemente se mantengan a toda costa empleados y que se les pague más por hacer lo mismo, en cuyo caso

irán —si sus demandas prosperan — mermando la rentabilidad de las empresas y limitando la capacidad de éstas para reinvertir y adquirir mejor tecnología (y si no me cree, pregúntele a nuestros amigos españoles). Sería más inteligente buscar entrenamiento efectivo, exigir que la empresa siga invirtiendo; en el extremo, evitar que haya más trabajadores de los que se necesitan, pues ese exceso pondrá en riesgo la factibilidad de largo plazo y se convertirá en un lastre que inhibirá la posibilidad de que los demás prosperen. Como ejemplo, baste con ver a General Motors, quien empleó a decenas de miles de personas, pero al hacerlo perdió de vista la necesidad de mantenerse viable y a la vanguardia en tecnología.

El gasto público, entonces, no genera empleo por sí solo. Sí, un gobierno puede gastar en, por ejemplo, emplear a cientos de miles de burócratas para que no hagan nada. Sin embargo, cada dólar que se utilice para pagarles se está sacando de otra parte, ya sea recaudándolo de impuestos o

pidiéndolo prestado. Como el caso de Venezuela con el gasto financiado con petróleo; una vez que el cuerno de la abundancia se seque, el burócrata quedará desempleado, pues no habrá con qué pagarle. La alternativa hubiera sido invertir en comprar bienes de capital, desarrollar infraestructura, adquirir tecnología y, eventualmente, generar empleos reales. Sin embargo, eso no les gusta a los políticos, pues toma tiempo y las elecciones seguramente serán pronto.

Hay una anécdota que ejemplifica bien lo que digo. Se dice que cuando el famoso economista Milton Friedman viajaba en algún país remoto se sorprendió al ver que se construía una carretera sin utilizar excavadoras y había miles de personas utilizando palas. Cuando preguntó por qué no se usaba equipo más sofisticado, le respondieron que así se fomentaba el empleo, él respondió que si de eso se trataba, por qué no cambiar las palas por cucharas. Cuando un gobierno decide que va a hacer un enorme “estímulo fiscal” es

exactamente igual que si ustedes deciden ver qué se siente vivir por un mes como millonario.

Se compra un boleto de avión de primera clase a Montecarlo, se aloja en la suite presidencial del Hotel de París, renta un Ferrari y cena todos los días en el Luis XV Cuando acabe el mes ustedes estarán felices de haberse alejado de su realidad por unos días, pero ahora vendrá el duro momento de pagar su tarjeta de crédito y eso hará que su consumo en los siguientes meses tenga que ser menor para poder pagar lo que debe.

A diferencia de ustedes, el gobierno puede recurrir a financiarse con impuestos y, si lo hace, estará quitándole recursos a individuos y empresas para pagar lo que gastó. Si ese estímulo es masivo y lo financia endeudándose, provocará que a las empresas privadas se les encarezca el crédito ante el titánico reto de competir con el gobierno por financiamiento. Si lo que hace es incrementar las tasas impositivas, esa empresa que tendrá que pagar más impuestos tendrá menos dinero para invertir, para emplear y para desarrollar

tecnología. En cierta forma, al optar por el dichoso “estímulo fiscal”, asumimos que el gobierno puede elegir mejor que el sector privado en qué invertir y gastar en forma más eficiente. No puedo pensar en un supuesto más errado. Como en el caso de Montecarlo, es una decisión sobre gastar hoy para pagar mañana. En diciembre de 2010 Obama logró, por ejemplo, que el Congreso aprobara 850 000 millones de dólares de gasto en 2011 y 2012. Sin duda, ése es ahora dinero que se debe, y el costo de financiar esa deuda será mucho mayor que en ese momento.

Sí, puede haber casos en los que una empresa pública genere empleo real al proveer de bienes o servicios y, aun en estos casos, lo hará lejos de criterios de eficiencia. En 1992 tuve la oportunidad de trabajar en la privatización en Argentina de la petrolera **ypf**. Nunca olvidaré la impresión que me causó el ver una empresa que lograba reducir su planta laboral de más de 60 000 trabajadores a 10 000, sin tener impacto alguno en su producción. Una empresa que

en vez de buscar maximizar su rentabilidad busca maximizar el número de gente que emplea estará destinada a estancarse. Al no invertir lo suficiente para mantenerse al día en materia tecnológica, dejará de ser competitiva. Ahí están los casos de la venezolana **pdvsa** y de Pemex, que han sido utilizadas como el cajero automático de políticos irresponsables y se vuelven cada vez menos competitivas y menos relevantes internacionalmente. Éstos son los enredos típicos de las empresas estatales.

El mito keynesiano<sup>5</sup> se ha apoderado del diseño de la política económica de los países abrumados por la presente situación. No existe, sin embargo, evidencia de países que hayan logrado revertir el ciclo económico a partir de estímulo fiscal. Japón hizo esfuerzos fiscales gigantescos en los noventa, generando un déficit anual superior a 10% del **pib** y éstos fueron simplemente paliativos que de nada sirvieron para generar crecimiento. Como consecuencia, el gobierno hoy debe más de 200% del producto

interno bruto que el país genera.

El gasto de Obama se hizo en un momento en el cual sí pudo ser un útil paliativo. Sin embargo, se ha desperdiciado la mayor parte de los recursos intentando manipular a los mercados como el inmobiliario, como si al hacerlo se pudiese evitar que los precios reflejen, tarde o temprano, una realidad posburbuja. Sabremos que el mercado está tocando fondo cuando se permita que los precios de los activos inflados se ajusten hasta donde haya demanda —sin muletas ni artificios— que permita que vayan bajando los altísimos niveles de inventarios. Se trata de oferta y demanda, no hay más. En este momento hay altos niveles de la primera e ínfimos de la segunda (ya sea como reflejo de menor disponibilidad de crédito, de la desaparición de interés especulativo o de menor ingreso); a algún nivel de precios, ambas se equilibran. El proceso de interferir con el mercado será carísimo y, al serlo, no sólo prolongará la crisis, sino que entorpecerá la recuperación natural, conforme

el desproporcionado gasto y el consecuente deterioro fiscal eleven las tasas de interés cuando la necesidad de financiamiento del gobierno entorpezca el acceso a crédito de las empresas privadas. En resumen, mientras más se tarde el gobierno en reconocer la realidad, más dinero será tirado a la basura, y cada dólar se tendrá que pagar con impuestos o con deuda; el mal uso no exime del pago.

A veces parece que los gobiernos intentan “resolver a golpes un problema de violencia”. Se piensa que la forma de salir de esta crisis generada por niveles excesivos de deuda que provocaron consumo desmedido es impulsando a que los bancos vuelvan a dar crédito para que la gente siga consumiendo. Esto me recuerda a un amigo que tenía en la universidad, quien fervientemente defendía que la mejor cura para la cruda (o como se llame a la resaca después de una borrachera) era mantener permanentemente el estado de ebriedad. No es lo mismo cuando revienta una burbuja en algún mercado de activos,

a cuando revienta una burbuja que ha sido financiada con deuda. En el primer caso hay una dolorosa erosión del patrimonio de los inversionistas, en la segunda, cae el valor de la inversión que uno hizo, pero no el de lo que uno debe. Usualmente, el esfuerzo por deshacerse del pasivo lleva también a que se hagan ventas de pánico de los activos, lo cual agrava la situación de éstos y hace que se genere un círculo vicioso en el cual uno va debiendo más y más en términos relativos, pues va teniendo menos y menos activos para avalar lo que se debe.

Uno de los peligros aún presentes proviene de la pésima relación de Obama con los líderes del sector privado. En las semanas alrededor de la aprobación de las medidas fiscales de diciembre de 2010, el presidente convocó a los presidentes de las principales empresas estadounidenses a una reunión en la Casa Blanca. Uno de éstos, al salir, dijo que el presidente confunde lo que hace un **CEO** (el director o gerente general) con lo que haría

el economista de la empresa, dijo igualmente que dado que en el equipo de Obama no había un solo empresario, no tiene idea de lo que es preocuparse por no tener dinero para pagar la nómina o para pagarle a un proveedor, pues ellos simplemente pueden crecer el déficit en forma infinita cuando tienen problemas de liquidez (o, al menos, creen que es infinita). La respuesta a esa crítica fue nombrar en enero de 2011 a Jeff Immelt, ex **ceo** de General Electric, como sustituto de Paul Volcker a la cabeza de su grupo de asesores económicos externo.

Si la crisis económica volviera a arreciar, sin embargo, Obama podría verse tentado a buscar chivos expiatorios en el sector privado y particularmente en Wall Street. Eso es lo que hizo cuando ocurrió la crisis de las empresas automotrices en junio de 2009, en la que atacó en forma absurda e irresponsable a los tenedores de bonos de Chrysler, criticándolos por no “sacrificarse” renunciando a los derechos patrimoniales que les otorga la ley, a pesar de que

esa renuncia implicaba violar flagrantemente el mandato legal que innumerables fondos de inversión profesionales habían recibido de todo tipo de inversionistas individuales e institucionales, desde ancianos retirados hasta fondos de pensiones de empresas. Esos linchamientos públicos son extraordinariamente delicados. La gente tiene una tendencia natural a creer teorías conspiratorias y a desarrollar percepciones maniqueas de la realidad. Particularmente tratándose de crisis financieras, esas tendencias son alimentadas por la profunda ignorancia general con respecto a cómo funcionan los mercados.

El mejor ejemplo es algo que vi en 1988. La bolsa mexicana había subido 411% en los 12 meses previos al desplome que comenzó el 19 de octubre de 1987 y que acabaría en una caída de 77% entre octubre y diciembre. Recuerdo haber escuchado en aquel momento a un congresista del partido de izquierda parándose ufano en la Cámara de Diputados en la Ciudad de México, unos meses

después del colapso, diciendo algo así como que la bolsa antes de la caída valía equis miles de millones de pesos y ahora valía 80% menos; ¿quién se robó la diferencia?<sup>6</sup> Seguramente, la enorme mayoría de quienes lo escucharon asintieron convencidos de que el diputado estaba poniendo el dedo en la llaga e imaginándose a los gordos financieros frotándose las manos al disfrutar de haber estafado a los inocentes inversionistas; desafortunadamente, fueron muy pocos los que probablemente se rieron a carcajadas al entender el tamaño de estupidez que salió de los labios del legislador.

Entonces, lo que ha ocurrido no es culpa de nadie y es, a su vez, culpa de todos: reguladores, medios, banqueros, empresarios e inversionistas. Este proceso lo hemos visto una y otra vez en la historia, desde la burbuja de tulipanes en el siglo **xvii** y la quiebra de la Mississippi Company en 1720 hasta la quiebra bancaria en la era de los Medici. Las burbujas se forman por una razón

fundamental: codicia; y revientan por otra razón esencial: la fuerza de gravedad.

Esos directores de bancos a quienes hoy crucificamos por su agresividad y descuido no hubieran durado un minuto en sus cargos de haber llegado hasta sus accionistas con una historia de prudencia y cuidado. La gente espera ganar cuando ve que el vecino lo hace y en épocas de bonanza no cree en la frugalidad y el recato. Ésa es la naturaleza humana.

Los economistas Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff estudiaron la historia de los mercados en los últimos 800 años para descubrir que el común denominador son las crisis bancarias, las crisis cambiarias y la inflación sin control. Usualmente, las crisis financieras infectan a la economía real. Robert Barro de la Universidad de Harvard ha identificado 148 crisis desde 1870, en las que algún país ha sufrido una corrección de su **pib** de al menos 10%, muchas de ellas causadas por problemas financieros que

crecieron fuera de control.

Como dice Niall Ferguson, si los movimientos del mercado accionario se distribuyeran en forma normal (como una campana de Gauss), una caída de 10% anual ocurriría una vez cada 500 años y tan sólo en el índice Dow Jones esto ha ocurrido en 20 de los últimos 100. Sería estadísticamente imposible ver una corrección de 20% en un año y eso ha ocurrido ocho veces en el mismo periodo. Estas crisis suceden porque la gente quiere creer en recetas mágicas y se alejan del sentido común. Han ocurrido a lo largo de la historia y permítanme darles la primicia sobre algo extraordinario: en algunos años, la gente también olvidará esta crisis que estamos viviendo y volverán a formar otra burbuja partiendo de la novedosa afirmación de que “esta vez será diferente a las demás y, por eso, ahora es razonable pagar mucho por esta (a ser llenado por la palabra: casa, acción, bono, materia prima, moneda, etc.)”. ¿Tiene sentido comprar bonos del tesoro que pagan tasas cercanas a 0%? China es

diferente, son muchos chinos y muy inteligentes y por eso hay que comprar lo que se pueda: inmuebles, acciones, lo que sea relacionado con China. ¡Finalmente!

Los inversionistas se están dando cuenta de que el ascenso de Perú no tiene límite y que se desarrollará en línea recta y sin sobresaltos hasta rivalizar con Suecia en términos de prosperidad y bienestar económico. Brasil es el país del mañana y todo país latinoamericano debería tener un presidente como Lula. Todas las aseveraciones anteriores pueden ser un poco exageradas, pero no están muy lejos de lo que la gente está diciendo hoy, poscrisis. Ven un irreversible cambio de estafeta entre los países industrializados del “pasado” (léase Estados Unidos y Europa) y las potencias emergentes lideradas por China, India y Brasil. Permítanme esbozar una sonrisa ante ese optimismo tan poco fundamentado.

## LOS SINDICATOS ESTADOUNIDENSES

Los sindicatos adquirieron poder en la década de los treinta cuando las empresas seguían los principios de Frederick W. Taylor, pionero del desarrollo de estudios de tiempos y movimientos y otras estrategias enfocadas en optimizar el desempeño de los trabajadores en las líneas de ensamblaje. Los estudios de Taylor veían a los trabajadores como poco más que animales en una época en que el nivel de educación de éstos era mínimo y donde habían muchos inmigrantes que hablaban diferentes idiomas y no podían comunicarse entre sí. Su conclusión era que los trabajadores deberían especializarse en una sola actividad que realizarían en forma repetitiva, día tras día, alcanzando cierta eficiencia. En el camino, sin embargo, el trabajo de ese obrero era aburrido y detestable. A partir de ese enfrentamiento entre gerencia y obreros, sindicatos poderosos como la **uaw** (sindicato de trabajadores automotrices) lograron negociar en 1970 un límite de 30 años al empleo de éstos y

seguro de salud a su retiro, pues si empezaban a trabajar a los 20 años, se jubilaban a los 50 y seguirían estando a 15 de ser elegibles para los programas estatales de *Medicare*. Eso implica que en un caso así, ese empleado quizá vivirá de su pensión durante más años de los que estuvo activo.

Ese modelo sindical de retiro negociado por los trabajadores automotrices fue copiado en el estado de Michigan por el sindicato de maestros. Igualmente, copiaron otros elementos como los que iban protegiendo a ese obrero conforme iba envejeciendo y haciéndose más lento en las líneas de ensamblaje. Por ello, prohibían despedir a obreros en función a su desempeño, siendo la antigüedad en el trabajo el elemento más importante. En caso de despido, el primero en salir es el último que entró, independientemente de su desempeño, el cual tampoco podía influir en la determinación de compensación. Poco a poco, esos valores han sido la esencia de los contratos colectivos, y los sindicatos han ido abusando cada

vez más. Típicamente, por ejemplo, la pensión toma como referencia el nivel del último ingreso anual que obtuvo el trabajador. Dependiendo de cada empresa o cada estado, obtendrá un porcentaje mayor o menor de ése. Por ello, una práctica común entre trabajadores estatales es acumular horas extra trabajando durísimo en su último año de activos y así establecer una base alta para sus años de retiro. No es poco usual ver a maquinistas de ferrocarril o policías percibiendo ingresos anuales de 120 000 dólares al año o más. En términos de despidos, un maestro en una escuela pública en California, por ejemplo, no puede ser quitado de su empleo. En casos extremos de abuso sexual u otra infracción de gravedad similar, deja de asistir al salón de clase, pero va a la escuela y sigue recibiendo su sueldo y prestaciones completas.

En el estado de Wisconsin ocurrió un enfrentamiento que definirá la forma en la que los grupos de poder se relacionarán entre sí. La quiebra de este estado sentó la base para que

el gobernador republicano Scott Walker decidiera enfrentarse a los poderosos sindicatos de trabajadores públicos. Su motivación era afirmar que éstos se han beneficiado de décadas de irresponsabilidad de políticos y gobernantes. En este juego de ajedrez político, el gobernador se lanzó con todo y buscó que, además de que los trabajadores contribuyan más al pago de su seguro de gastos médicos y en la provisión para el programa de retiro, de paso cedieran una parte importante del derecho con el que contaban para negociar en forma colectiva, reduciendo ese derecho a la posibilidad para hacerlo sólo cuando se trate de negociaciones salariales.

Detrás de esta confrontación hubo mucho más de aquello evidente a simple vista. Como dije, el sindicato de trabajadores estatales es el principal contribuyente del financiamiento de las campañas políticas del Partido Demócrata. En el caso de Wisconsin, sin embargo, tanto el sindicato de policías como el de bomberos apoyaron a Walker en su campaña y, en forma

poco sorprendente, éstos quedaron exentos de las restricciones que puso el gobernador republicano.

Pero en esta disputa puramente política, hubo aún más de fondo. Por un lado, el Partido Demócrata conocía la importancia de apoyar a los sindicatos, pues son el único contrapeso posible a la disposición tomada por la Suprema Corte el año pasado para permitir que empresas hagan donaciones en campañas políticas en forma ilimitada.

Éstas donarán, predominantemente, al Partido Republicano. Los sindicatos públicos son la única opción en un país en el que sólo 7% de la fuerza laboral está sindicalizada en el sector privado, pero 36% en el público. Ese porcentaje es aún mayor en estados clave para definir elecciones, como es el caso de California y Nueva York, dos de los estados con mayor peso electoral por el tamaño de sus poblaciones.

En este proceso surgió una pregunta de fondo: se debe o no permitir que los burócratas se sindicalicen. El argumento es como sigue: la lógica de un sindicato y de la negociación colectiva está en que sólo así se puede presentar un contrapeso al poder del accionista en la empresa. La negociación permite que los trabajadores obtengan condiciones de trabajo justas y que participen en forma razonable en la capacidad de la empresa para generar riqueza. La empresa tiene que distribuir lo que genera entre accionistas y trabajadores. En el extremo, el sindicato sabe que si exagera en sus demandas provocará la quiebra de la empresa y entonces todos pierden. Hay cientos de casos en los que exactamente eso ha ocurrido.

¿Pero qué pasa con el Estado? En ese caso, no sólo los trabajadores saben que hay recursos “ilimitados” del otro lado de la mesa, sino que también saben que no están negociando con el dueño del dinero y de la empresa, sino con otro burócrata como ellos. Peor aún, ese político

probablemente quiera ascender en su carrera política, para lo que necesitará de votos. Los sindicatos los proveen a manos llenas y también ofrecen ejércitos de voluntarios para trabajar en las campañas y hacer proselitismo. Éste es un caso en el que ambas partes en la negociación podrían sentarse del mismo lado de la mesa, pues sus objetivos son los mismos. Típicamente, dado que los incrementos en prestaciones —como los planes de retiro generosos— no tienen un impacto relevante en el presupuesto estatal del año en curso, se tiende a ser cuidadoso con los salarios, pero muy generoso con las prestaciones y es en este último rubro donde hay un evidente desbalance entre las de trabajadores privados y públicos. Los trabajadores privados dependen en forma creciente de pensiones que ellos mismos han ido creando, a veces con apoyo de la empresa (programas 401-K), en programas de contribución “definida” (es decir, que lo que hay en ese programa de retiro es lo que el trabajador y la empresa han puesto específicamente en esa canasta

y para ese propósito, más lo que la inversión de esos recursos provea, pero no más que eso) y el seguro de gastos médicos —que se encarece exponencialmente conforme la población envejece y los políticos ceden a las presiones de farmacéuticas, litigantes y aseguradoras — es cubierto por el trabajador, aunque la empresa ayuda a que se obtengan mejores costos al agruparlos y les permite que hagan la aportación en formas fiscalmente eficientes. Los burócratas tienen, usualmente, pensiones ilimitadas que ellos no aportaron y seguros médicos que tampoco pagan.

Conforme los trabajadores envejecen, el costo de esas prestaciones se multiplica. Conforme viven más años, pues la esperanza de vida ha aumentado, dependen del presupuesto público por más tiempo. No hay economía que aguante. Pero, claramente, el peso político de los sindicatos es tal que su voto puede ser la diferencia entre ganar o perder una elección y, por ello, se ha generado un círculo vicioso. Ellos mismos ponen a legisladores en

las cámaras estatales y éstos votan a favor de incrementos en impuestos que van a financiar mayor gasto en sueldos y prestaciones de burócratas. Visto desde el punto de vista de Walker, ocurre una triangulación real en la que el incremento en los impuestos se vuelve fondos para campañas del Partido Demócrata, pasando en medio por una mayor remuneración del burócrata que tiene que cubrir su cuota sindical en forma obligatoria.

Y es ahí donde el presidente Obama no ha ayudado en la discusión. Claramente, los niveles de sindicalización en el sector privado han ido bajando en las últimas décadas de un tercio de los trabajadores perteneciendo a un sindicato en los cuarenta a sólo 7% hoy (mientras que en los sindicatos públicos ha ocurrido lo inverso, pues sólo 9.8% estaban sindicalizados y hoy 36% lo está). En mi opinión, una pregunta fundamental está en por qué se ha dado esta caída en empresas privadas. Me parece claro que los trabajadores votan en contra de ser parte del sindicato porque

perciben que éstos no están buscando lo que es bueno para el trabajador, sino para el propio sindicato. Creo que prefieren quedarse con el dinero que iría a las cuotas sindicales, porque perciben que pagarlas acaba siendo una inversión que les da poco beneficio. En muchas ocasiones, no les gustan las prácticas del sindicato; en otras simplemente han desarrollado esquemas de compensación y remuneración razonables sin necesidad de negociación colectiva. En el caso de los trabajadores estatales, la sindicalización es mayor entre otros motivos porque usualmente las cuotas sindicales son obligatorias aun para aquellos trabajadores que eligen no ser parte de éste. Pero ahora el presidente Obama está intentando que el Congreso apruebe la ley cínicamente llamada “Ley para Elección Libre de los Empleados” (“Employee Free Choice Act”) la cual busca justo evitar esa libre elección. Con ésta, los sindicatos quieren que esté legalmente prohibido que en las empresas haya voto secreto en los procesos para decidir si los trabajadores se van a sindicalizar. Los sindicatos quieren que el

voto sea abierto y público, en otras palabras, que se sepa quién voto a favor y en contra de sindicalizarse. ¿Pueden ustedes pensar en alguna razón para pedir esto que no sea el tener la capacidad de presionar a quien vote en contra? El apoyo del presidente Obama a esta medida me parece un insulto a los principios de la democracia, más aún cuando proviene de un presidente que fue profesor de derecho constitucional.

Por otra parte, el presidente Obama parece dispuesto a todo para ganar el favor de los sindicatos. Incluso, acoge prácticas proteccionistas que claramente agravan la situación económica del país. Los sindicatos, por ejemplo, se han opuesto desde 2008 a la firma de acuerdos comerciales con Panamá y Colombia. Mientras tanto, Colombia firmó acuerdos con Chile, Brasil, Canadá y Argentina, países cuyos productos agrícolas compiten con Estados Unidos. Las exportaciones agrícolas estadounidenses a Colombia se redujeron más de

70% entre 2008 y 2010. Esta caída ha implicado que agricultores estadounidenses pierdan 700 millones de dólares, lo cual ha llevado a que un grupo de 19 demócratas y republicanos prominentes se unieran para firmar una carta para comunicarle al señor Obama la gravedad del retraso. Pero dado que el presidente busca la reelección en 2012, no tomará el riesgo de hacer enojar a su principal fuente de recursos. Sin embargo, sí firmará un acuerdo comercial con Corea, pues éste cuenta con el respaldo del sindicato de trabajadores automotrices, la **uaw**.

La discusión sobre el papel de los sindicatos en la encrucijada económica estadounidense (y de otros países) crecerá en importancia conforme se perciba la naturaleza estructural de lo que ocurre. En la discusión, la pregunta más relevante es si podemos hablar de “sindicatos” como si fuese una categoría homogénea. No puedo dejar de apreciar que en uno de los países más sindicalizados del mundo, Alemania, los sindicatos apoyaron las medidas para elevar la

edad de retiro nacional a 68 años y apoyaron también el que las empresas automotrices alemanas trasladaran algunos procesos básicos de manufactura a países más baratos como Hungría. Su criterio fue que eso permitiría que el ingreso de los trabajadores alemanes creciera conforme se fueran especializando más en labores donde agregan más valor. También haría más rentables a las empresas, liberando mayores recursos para capacitación y entrenamiento.

Parecería que la discusión debería darse, entonces, en torno a qué hacen los sindicatos por los trabajadores, para qué usan las cuotas sindicales, qué tan democráticas son sus organizaciones, cómo es el “gobierno corporativo” que les rige, cómo garantizan que los ingresos de los trabajadores vayan creciendo porque la empresa invierte en mejor maquinaria y equipo y los capacita y entrena en forma eficiente, y en cuanto a cómo pueden incrementar la rentabilidad de la empresa (buscando, incluso, ser parcialmente compensados con acciones para beneficiarse de

ésta).

En países como Finlandia, Suecia o Alemania, los sindicatos han sido factores de progreso y han contribuido al logro de cierta equidad en la distribución del ingreso. En Estados Unidos, si bien no llegan a los obscenos niveles de corrupción de Latinoamérica, sí podemos afirmar que su principal objetivo es incrementar el poder político del propio sindicato y mantener un *statu quo* que es cada vez menos realista. ¿Y los sindicatos de trabajadores estatales? El propio Franklin Delano Roosevelt, uno de los políticos más liberales y que más hizo por los trabajadores estadounidenses en el siglo xx, dijo que los sindicatos privados son el vehículo para que los trabajadores obtengan más de las utilidades que ellos ayudan a generar, pero que dado que el Estado no genera “utilidades”, los sindicatos públicos negocian contra el contribuyente para obtener mayor participación de los impuestos y cuando se declaran en huelga lo hacen en contra de los contribuyentes, lo cual es

“impensable e intolerable”. Estoy totalmente de acuerdo con él.

## LA SITUACIÓN ECONÓMICA

Cuando leo análisis sobre la situación económica actual y, particularmente, cuando veo pronósticos y, más aún, propuestas, siempre me sorprende la inocencia de los analistas. Por ejemplo, Paul Krugman —profesor de Princeton, Premio Nobel de Economía y columnista del *New York Times*— se ha cansado de escribir sobre por qué el gobierno de Obama debe hacer un esfuerzo fiscal contundente para abrir la llave del gasto público y compensar así la caída en el consumo y la inversión privada. Sí, eso es lo que mandan los libros de texto y lo que defendía el economista inglés John Maynard Keynes. Sin embargo, parece haber una inocencia total sobre lo extraordinariamente “pegajoso” que es el gasto público una vez que empieza a haber sectores económicos y empresas concretas que se benefician de éste.

El ejercicio de este gasto público pone el dedo en la llaga en las enormes deficiencias de un sistema político donde las campañas electorales son cada vez más caras y los donantes potenciales son, por ende, imprescindibles. Los conceptos de “patriotismo” y de “estadista” han sucumbido para dejarle su lugar a quienes son más eficientes recaudando dinero y vendiéndole su alma al diablo, es decir, a las empresas de cabildeo. Y éstas, a su vez, requieren de los jugosos contratos que provienen de empresas privadas, sindicatos, grupos de poder fáctico y demás organizaciones ávidas de influir en la agenda legislativa.

En mi opinión, el enorme esfuerzo por preservar el *statu quo* hace que haya elementos gravemente ausentes en el debate político. Uno de los más relevantes es el envejecimiento de la población en los países desarrollados, y al ignorarse este relevante evento, es un elemento que también se encuentra ausente en la formulación de presupuestos y articulación de

políticas económicas más globales.

Como le ocurre a un viejo que se niega a aceptar su propia mortalidad, el tema demográfico se ha vuelto el “gorila de 200 kilos” que siempre está presente en el cuarto y que todos pretenden ignorar. Sin embargo, será este tema el que defina, en muchos sentidos, el nuevo orden económico mundial.

El déficit fiscal de Estados Unidos es el epítome de todos los males que se han acumulado en las últimas décadas; pero, más aún, es el mejor retrato de la falta de alternativas yendo hacia adelante. Pongamos los números en perspectiva. El presupuesto de un país no es muy diferente al de una familia. Si el ingreso de los padres es de 100 000 dólares, pero se gasta 110 000, los 10 000 de más tienen que ser financiados o con ahorro (es decir, ingreso que se generó previamente y no se gastó) o con deuda. Pensemos que la familia decide financiar el exceso con tarjetas de crédito, pero lo hace una y

otra vez en las mismas proporciones, aunque en cada año cubre el total del costo del endeudamiento. A lo largo de cinco años de gastar más de lo que se gana, se deberá el equivalente a 50% del ingreso (más el costo de la deuda contraída). Cada año, el pago de intereses crecerá porque se debe más dinero. En un caso real, es probable que el costo también creciera, pues los bancos exigirán una tasa más alta para darle más crédito a alguien que debe mucho. En un país pasa lo mismo.

En Estados Unidos, el gobierno ha gastado más de lo que recibe en impuestos cada año desde 1998, cuando Clinton “balanceó” teóricamente el presupuesto. En los últimos dos años, el gasto fue muy superior al ingreso debido a motivos que tienen que ver tanto con el ingreso como con el gasto. Primero, cuando hay una recesión de la economía de la magnitud que vimos en 2009 y 2010, la recaudación de impuestos se colapsa. Imagine la magnitud de los impuestos que previamente cobraban la federación, estados y

municipios por transacciones inmobiliarias, ganancias en los mercados financieros, utilidades generadas por las compañías, etcétera. Como siempre ocurre y es naturaleza humana, todos piensan que los años de bonanza serán eternos. En el caso del gasto público, los políticos se deleitan al tener muchos recursos en las manos, pues éstos les permiten gastar y, al hacerlo, desarrollar clientela política. ¿Ahorrar para épocas de vacas flacas? Impensable, pues no tienen la certeza de que serán ellos, o gente de su propio partido, quienes se beneficiarán de este gasto. En el mismo periodo se desplomaron el consumo y la inversión privada. Como dije antes, si el producto interno bruto de un país es la suma del consumo total, la inversión privada, el gasto público, más las exportaciones netas (exportaciones menos importaciones), cuando se desploma todo, sólo el gasto público puede hacer que el **pib** no se desplome también. El gasto público creció a una velocidad que no había ocurrido desde la segunda Guerra Mundial. Así, en estos dos años el gobierno gastó alrededor de 10%

más de lo que recibió. Esto se ha financiado con deuda.

Este proceso ha sido poco comprendido por una parte importante de la población —incluyendo a la mayoría de los políticos— que no parece distinguir entre medidas de emergencia y un déficit estructural. Regresando a mi ejemplo de antes, si la familia que gasta de más en un año lo hace porque operaron de emergencia al abuelo, al año siguiente regresará a la normalidad y poco a poco eliminará la deuda; si gastan de más porque la suma de la renta, alimentos, ropa, colegiatura e intereses pagados por las tarjetas de crédito excede al ingreso total, entonces hay un problema “estructural” No se resolverá a no ser que se tomen medidas de fondo: cambiar a los hijos a una escuela pública, mudarse a un departamento más barato o renegociar la deuda con los bancos (abaratándola al pagar menos tasa, o eliminando una parte de lo que se debe).

El problema de Estados Unidos no es coyuntural,

es estructural; es profundamente estructural. Si vemos la composición del gasto estadounidense, veremos que casi 80% de éste se explica en tres categorías: *entitlements* (Seguro Social, *Medicare*, *Medicaid*, apoyo a veteranos de guerra, etcétera), gasto militar y pago de intereses sobre la deuda. Resulta profundamente divertido oír a entidades conservadoras como el Tea Party cuando critican la irresponsabilidad fiscal del gobierno. Debido a razones que explicaré a continuación, ningún político que intente seguirlo siendo puede meterse con los tres renglones del gasto antes mencionados. Por ello, cuando recientemente los republicanos le propinaron una paliza electoral a Obama en las elecciones legislativas, lo primero que hicieron fue llamar a la cordura fiscal. Hicieron que todos los congresistas republicanos recientemente electos firmaran un acuerdo en el que se comprometían a no aprobar aumento alguno de impuestos. Entonces, para cerrar el déficit la única opción provenía de bajar el gasto. Sin esas tres categorías, es bastante irrelevante el ahorro y

típicamente el impacto sobre las comunidades puede ser relevante. De ahí tratar de evitar rubros políticamente complejos. Por ejemplo, la brillante alternativa sugerida por Jim Leach, representante del estado de Iowa, fue cancelar el presupuesto del Endowment for the Arts (fondo creado por John E Kennedy, obviamente un demócrata), que se estima en 113 millones de dólares para 2011. Esa valiente medida hubiera reducido el déficit de 2010 en 0.0075%.

Analícemos, entonces, las tres áreas donde más se gasta. El problema fundamental está en que dos de las tres tienen que seguir aumentando. La más evidente es el costo financiero de la deuda. El gobierno de Estados Unidos debe, oficialmente, alrededor de 11 billones de dólares. Según David Stockman, quien estaba a cargo de la planeación presupuestal del gobierno de Reagan, la cifra correcta que debe discutirse es de 17 billones. Esto debido a que debería incluirse la deuda incurrida por estados y municipios que no

tendrán cómo hacerle frente sin el respaldo de la federación. Adicionalmente, habría que agregar los déficits para los próximos tres años que ya están programados en el presupuesto federal. En mi opinión, ambos casos son extremadamente conservadores.

Primero, tenemos que recordar la extrema irresponsabilidad en la que están incurriendo los estados, desesperados ante su inminente quiebra. Nueva York, Illinois y California, entre los más grandes y quebrados, han recurrido a medidas tan ridículas como vender los edificios ocupados por oficinas gubernamentales (lo cual da ingreso de momento, pero asegura que

se tendrá que gastar en rentas en el futuro; se resuelve el problema de liquidez momentáneo, pero se agrava el de solvencia de largo plazo); pagar bonos a empleados por lo que trabajaron en 2010 el primero de enero de 2011, para evitar que sean parte del presupuesto de 2010; y la más absurda de todas, dejar de aportar para el fondo de

pensiones de los trabajadores estatales. Así, están garantizando que la aportación futura tendrá que aumentar no sólo por lo que se dejó de aportar en el año, sino por lo que hubiera producido dicha aportación. Y es este último problema uno de los más inminentes e inevitables. Las estimaciones actuariales sobre cuánto tenían que aportar los estados a los fondos, que permitirían los generosos retiros de los burócratas, asumían rendimientos anuales de alrededor de 8%. La bolsa estadounidense estaba en 2010 en el mismo nivel que en 2000. Esto implica que el crecimiento no se dio de acuerdo a lo estimado. Se estima que el faltante en esos fondos estatales y municipales es de más de tres billones de dólares.

Es evidente que el costo del endeudamiento del gobierno estadounidense crecerá mucho más rápido de lo que se ha estimado tanto porque la deuda va a crecer más rápido como porque el costo de ese endeudamiento no se va a mantener en los niveles actuales eternamente. Recordemos que estamos en el entorno de tasas de interés más bajas

en cuando menos 50 años y en algunos rubros las más bajas en la historia.

Los *entitlements* son el tema más delicado políticamente. Ciertamente, el costo de éstos va a aumentar conforme sigan envejeciendo los *baby-boomers*. Adicionalmente, como expliqué al principio del libro, el avance de la ciencia hará que enfermedades que eran mortales se vuelvan crónicas, que los tratamientos específicos sean mucho más efectivos y que se encarezcan exponencialmente. Como dije antes, cuando se estableció la edad de retiro en Estados Unidos en 65 años, la esperanza de vida era de 63, hoy es de 78. No existe país que tenga la riqueza para mantener a una parte importante de la población en un retiro oneroso por 20 años en promedio.

Proyecciones oficiales estiman que el costo de los *entitlements* más los simples intereses sobre la deuda absorberán 92% de los ingresos federales en 2019. En 2020 equivalen a la totalidad de éstos.

Pero es ahí donde se empieza a acelerar el crecimiento exponencial de estos gastos que hoy equivalen a alrededor de una décima parte del tamaño total de la economía estadounidense y en 2080 equivaldrían a la mitad de ésta. Es decir, que es aritméticamente imposible mantener la estructura actual de los *entitlements*. Y hay que ver este tipo de proyecciones con escepticismo. La propia oficina presupuestal del Congreso (**CBO**) estimaba que no sería sino hasta 2016 que los pagos de pensiones del Seguro Social rebasarían lo que hoy se recibe mediante impuestos sobre las nóminas salariales. Eso ocurrió ya el año pasado.

En 1950 había 16 trabajadores activos cubriendo el costo de cada trabajador en retiro; hoy hay 3.3 y habrá dos en 2025. Si se deja pasar tiempo, el problema será mucho más difícil de resolver, o se tendrá que simplemente recurrir a no pagar la obligación. Si simplemente estimáramos el valor presente de la diferencia entre los compromisos asumidos por el gobierno con los ingresos para este concepto a los que tiene

derecho, en los próximos 75 años esa cifra sería tres veces el tamaño de la economía estadounidense.

A la larga, entonces, no quedará otra alternativa que reformar profundamente el sistema de *entitlements*. Una opción urgente está en incrementar la edad de retiro. Como dije, sería vital indicarla a la esperanza de vida; es decir, que mientras más viva la población como consecuencia del avance de la ciencia, tiene más años económicamente activa. La otra opción proviene de hacer el proceso al que en inglés se le denomina *means testing*. Esto quiere decir, básicamente, probar si la persona que va a recibir una pensión del sistema de Seguro Social tiene la necesidad de ésta. Alguna vez escuché a un manejador de un *hedge fund* decir que él utilizaba los cheques que provenían de su pensión para llenar el tanque de gasolina de su jet privado. Claramente, ese señor no necesitaba del pago. Muchos sí requieren de él. La lógica, o “ilógica”, es la misma que siempre me

ha atormentado en los subsidios en

América Latina. Nunca he entendido por qué en México, por ejemplo, se subsidia el precio de la tortilla. Sin tener nada en contra de que la parte más pobre de la población tenga acceso a un alimento básico, sí encuentro absurdo que las tortillas que consume Carlos Slim, el hombre más rico del mundo con más de 70 000 millones de dólares de fortuna, también estén subsidiadas.

## EL GASTO MILITAR

Pero el tema más contradictorio es el gasto militar. Lo es porque la misma población que es fiscalmente conservadora es la que está dispuesta a defender con su vida la necesidad de que éste aumente en forma creciente. Es un medidor de seguridad y patriotismo. Los miembros del Tea Party, fiscalmente conservadores, son la misma gente que cree que el mundo está contra Estados Unidos y, por ende, sólo la abrumadora superioridad militar los protege.

Hace 50 años, el 17 de enero de 1961, el general Dwight David Eisenhower dijo, en su último mensaje como presidente, que la nación tenía que cuidarse de la influencia del creciente “complejo militar industrial”.

Según Eisenhower, Estados Unidos había logrado construir el aparato militar más abrumador de la historia debido a su participación en la segunda Guerra Mundial, pero era importante desarticularlo antes de que éste se apoderara del país. Eisenhower tenía razón y eso es exactamente lo que ocurrió.

Vamos por partes. Si ustedes jamás se sintieron atraídos a alguna teoría de conspiración, ésta es una buena teoría para iniciarlos en ese trayecto. Se ha armado la maquinación perfecta. Para empezar, las cifras de presupuesto militar están totalmente subestimadas cuando se dice que el presupuesto es de 680 000 millones de dólares, alrededor de 4.5% del **pib**. Después de Estados

Unidos, el segundo país que más gasta es China,

con alrededor de 98 000 millones de dólares, y después el Reino Unido, Francia y Rusia gastan, en ese orden, entre 60 y 70.

Sin embargo, esta estimación no incluye el gasto en las dos guerras — Irak y Afganistán—, bajo el criterio de que son gastos no recurrentes. Afganistán lleva 10 años siéndolo. Su costo ha sido de alrededor de 350 000 millones de dólares; Irak ha costado más de 600 000 millones. Se ha gastado alrededor de un billón de dólares y la cuenta sigue corriendo. El gasto en armamento nuclear tampoco entra en el presupuesto militar, pues se contabiliza dentro del Departamento de Energía. Los números oficiales dirían que el gasto militar estadounidense es mayor al de los siguientes 23 países sumados, 22 de los cuales son oficialmente aliados de Estados Unidos. Si contamos bien, el presupuesto militar estadounidense es mayor que el del resto del mundo sumado. Y lo más increíble es que la discusión sobre cómo reducirlo ni siquiera está sobre la mesa.

Para empezar, el gasto militar no va a bajar porque el cabildeo de las empresas proveedoras es el mejor ejemplo de los colosales conflictos de interés que aquejan al

Legislativo estadounidense. Aparte de haber armado un cabildeo extraordinariamente efectivo, han entendido perfectamente qué palancas tienen que jalar para garantizar que los recursos fluyan. La empresa de helicópteros Bell, por ejemplo, produce partes de los helicópteros militares en cada uno de los 50 estados de la Unión Americana.

Eso les permite tener una larga lista de legisladores a quienes llamar cada vez que existe el riesgo de que haya recortes en el presupuesto que alimenta sus proyectos.

Un extraordinario ejemplo de la parálisis legislativa que imposibilitará reducir el gasto militar ocurrió el año pasado. Ante la severa crisis fiscal, en un acto de responsabilidad admirable, el secretario de Defensa Robert Gates decidió matar el proyecto para la construcción —por parte

de General Electric y Rolls Royce— de una nueva turbina para el bombardero *F-35*. Se buscaba que el Legislativo aprobara un desembolso de 1 200 millones de dólares. Gates fue apoyado por el *chairman* de las fuerzas armadas, el almirante Mike Mullen y, posteriormente, por el alto mando en la fuerza aérea. Todos coincidieron en que el proyecto era demasiado caro e innecesario, particularmente considerando el difícil momento presupuestal. ¿La respuesta del Congreso? Aprobaron un presupuesto de 1 800 millones, 50% mayor al solicitado. Para los distritos legislativos involucrados, el gasto se traduciría en inversión y empleos.

La voluntad de políticos de primera clase como Gates no tiene cómo imponerse sobre el eficiente aparato de cabildeo legislativo que el complejo militar industrial ha desarrollado los últimos 50 años. Robert Gates propuso una reducción de 78 000 millones de dólares en el presupuesto militar para 2011. Sin embargo, un

análisis hecho por Leslie Gelb, presidente emérito del Council on Foreign Relations<sup>7</sup>(Consejo de Relaciones Internacionales), si se hace un análisis de cada rubro que compone el presupuesto, éste crecerá entre 1 y 2% por encima de la inflación en los próximos cinco años.

Una de las principales funciones del Pentágono es puramente administrativa. Todos los días, cientos de funcionarios de esta entidad van en busca de presupuesto para las diferentes ramas del ejército: armada, marina, fuerza aérea e infantes de marina. El capítulo de la invasión a Irak en búsqueda de “armas de destrucción masiva” desafía aún a quienes hacemos todo lo posible por pensar bien, y es un hecho, cuando menos, que la estrategia militar ha influido en forma determinante en cómo Estados Unidos se relaciona con el resto del mundo.

El Departamento de Estado, que maneja la política exterior estadounidense, tiene una vigésima parte del gasto militar real. Las fuerzas armadas

tienen más gente en bandas musicales para desfiles que todos los diplomáticos y analistas en el primero. Sin embargo, parece no ser dominio suficiente. En parte, se ha desarrollado una absurda lógica de que el colosal gasto es en sí un arma poderosa. Hay quienes afirman que en la época de la Guerra Fría la necesidad de mantener la competencia con Estados Unidos llevó a la Unión Soviética a la quiebra y se afirma que el proyecto de “Guerra de las Galaxias” de Ronald Reagan fue la gota que derramó el vaso. Sin embargo, muchos historiadores consideran que las dificultades de la Unión Soviética eran ya insostenibles; su modelo económico se había agotado. Hoy, sin embargo, es difícil justificar el colosal dispendio que va a parar al diseño y construcción de aviones supersónicos o de armas dignas de cuentos de ciencia ficción, cuando el ejército estadounidense no se ha enfrascado en más allá de peleas callejeras en Bagdad o Kandahar.

Ante la dificultad de responder a esa pregunta, el

gasto militar trata de redefinirse. Para entender el proceso, es relevante analizar el enfrentamiento en junio de 2010 entre el presidente Obama y Stanley McChrystal, el comandante a cargo de las tropas de Estados Unidos (y de la **otan**) en Afganistán. El resultado de éste fue el despido de este último, no un despido menor. Hace un año, Obama había quitado al general David McKiernan y puesto a McChrystal en ese cargo. Antes de eso, la última vez que un presidente corrió a un general a cargo de las fuerzas armadas en medio de una guerra fue cuando Harry Truman lo hizo con Douglas MacArthur, quien era comandante en Corea. La última vez que se cambió a dos en un año fue por la mano de Abraham Lincoln, durante la Guerra de Secesión.

Lo que trascendió en los medios es que la razón del evento fue una desafortunada entrevista dada por el general McChrystal a la revista *Rolling Stone*, en la cual hacía comentarios negativos del vicepresidente Biden y decía que Obama —presidente que jamás sirvió

en las fuerzas armadas— se intimidaba en las reuniones en salas de junta llenas de generales. No menosprecio la gravedad del evento. En una democracia, particularmente en ésta que cuenta con lo que quizá es el aparato militar más avasallador en la historia, no puede haber duda de la supremacía de los gobernantes civiles electos por el pueblo sobre la jerarquía castrense. Sin embargo, ésta no era la primera provocación de McChrystal.

El general, el epítome del recio militar de película quien corre 12 kilómetros diario, come una vez al día y sorprendía a sus tropas cuando los acompañaba de incógnito en peligrosas excursiones nocturnas en las trincheras de Bagdad, había forzado la mano del entonces flamante presidente Obama para que incrementara las tropas en Afganistán. Los votantes que llevaron a Obama a la Casa Blanca esperaban, en su mayoría, que el presidente demócrata se inclinara por ir reduciendo la presencia del ejército en ambas

guerras. McChrystal, encargado de hacer una evaluación sobre la estrategia idónea en Afganistán, coló su recomendación — pidiendo 40 000 tropas adicionales— a los medios de comunicación, antes de la fecha que Obama había propuesto para manifestar su decisión. Al hacer saber a los estadounidenses que él, el experto, proponía más presencia militar, si

Obama se rehusaba al pedido entonces, parecería como el típico presidente demócrata desconectado de los peligros que asechan a los estadounidenses y, por ende, débil para enfrentar potenciales crisis. Obama aceptó mandar 30 000.

La segunda que hizo McChrystal fue apoyar al enviado británico Mark Sedwill para que fuese él y no Eickenberry, embajador estadounidense (y general retirado que peleó entre 2002 y 2005 en Afganistán), quien asumiera la función de “virrey” de la alianza militar presente en el país. Un embajador estadounidense depende del Departamento de Estado (ministerio encargado de

la política exterior de ese país), y para los militares era crucial ser ellos y no los diplomáticos, quienes interactuaran con el presidente afgano Karzai (una de las personas que se manifestó más decepcionada por la salida de McChrystal).

Esta estrategia denota el intento del aparato militar estadounidense por redefinir su función, yendo de ser puramente militar a una más amplia que es también diplomática y política. Las guerras del futuro, parece, involucrarán más bien enfrentamientos con guerrillas urbanas que con ejércitos sofisticados y ya no justificarán gastar fortunas en el desarrollo de armamentos fantásticos. Por ende, la única manera de tener acceso a presupuestos crecientes es realizando una tarea indudablemente más costosa: engendrar aliados viables a partir de estados fallidos. ¿Cuánto tiempo y dinero toma crear de cero una nación y fomentar la lealtad de su población?

Ésa es la concepción moderna del ejército que tienen militares como McChrystal y como el propio general Petraeus, quien fundó el concepto de la contrainsurgencia como objetivo, conocido por la abreviación com. Los “*coindinistas*” se han enfrentado a otros generales más tradicionales como Jim Jones (jefe de Seguridad Nacional bajo el mando del Departamento de Estado de Hillary Clinton), a quien McChrystal describió como un líder estancado en los años ochenta, y el propio embajador Eickenberry.

Ésta ha sido la confrontación que se ha dado a lo largo de la historia. Por un lado, los generales que tratan a toda costa de mantener la participación del aparato militar en el gasto público, promoviendo el concepto de un país que está inmerso en un mundo lleno de amenazas y de enemigos latentes. Por otro, un mundo militar dispuesto a supeditarse sin ambages al Estado civil.

Pero la influencia del complejo militar industrial

en la política exterior se ha manifestado también por medio de la exportación de armamento, que ha sido también un negocio redondo.

Cuando Leslie Gelb estaba a cargo de asuntos militares en el Departamento de Estado en la administración de Carter, él y William Sullivan, el embajador estadounidense en Irán, propusieron reducir la exportación de armamento al gobierno del Shah y sustituirla por presupuesto para desarrollo económico, dada la compleja situación política en ese momento. Las propuestas jamás tuvieron posibilidad de prosperar, se les exportaron aviones de guerra supersónicos que jamás lograron emprender el vuelo y el gobierno del Shah cayó.

## LA REVOLUCIÓN DEMOGRÁFICA

Espero haber logrado transmitir cuán compleja es la situación y cuán difíciles las posibles soluciones. La pregunta fundamental es si es posible que éstas se den porque la cordura

simplemente haga su aparición como inesperada y milagrosa ave fénix, o si el miedo provocado por una crisis aún más grande que la anterior será el más poderoso motivador y lo único capaz de provocar los cambios profundos que se necesitan

En mi opinión, uno de los temas menos comprendidos y que requiere de medidas urgentes es el demográfico. Empecemos por decir lo obvio. Uno de los factores que contribuye al crecimiento es que el número de trabajadores activos en una economía aumente. Si el número de trabajadores disminuye, la única alternativa para que no caiga la producción total de un país es que cada trabajador sea capaz de producir más, para compensar el que haya menos personas trabajando. Entonces, cuando la población de un país decrece, se tiene que aumentar la productividad o se tiene que permitir la inmigración de trabajadores de otros países. Éste es un aspecto de las economías que frecuentemente se ignora, como cuando hablaba de

las condiciones demográficas en China. Me parece que las optimistas perspectivas sobre el futuro de ese país no consideran el impacto negativo que el envejecimiento de la población tendrá sobre el crecimiento económico.

Adicionalmente, si combinamos el rápido envejecimiento de los países más prósperos del mundo con el incremento en la esperanza de vida y el encarecimiento en la provisión de salud debido al avance de la tecnología, del cual hablé al principio del libro, el peso de ese coctel puede presentar escenarios preocupantes (particularmente cuando vemos a jóvenes de 20 años protestar porque se aumentan las edades de retiro en sus países).

Nicholas Eberstadt, investigador del Instituto Americano de Empresa y asesor de la Oficina Nacional de Estudios de Asia, dice que debemos entender la revolución demográfica del siglo xx, que llevó a que la población casi se cuadruplicara de 1.6 billones de habitantes a

6.1 billones en esos 100 años, como una revolución en la provisión de salud que llevó a que “la gente dejara de morirse como moscas”. La mejora en la salud y en las condiciones sanitarias en Asia, África y América Latina provocó que se elevara la esperanza de vida a nivel global de 30 a principios del siglo xx a 65 años para fines de éste.<sup>9</sup>

En términos de tasas de fertilidad, éstas empezaron a bajar —en forma global— después de la segunda Guerra Mundial, de 4.9 niños por mujer en 1960 a 2.5 en la actualidad. Sin embargo, el aspecto esencial de esta reducción está en que en los países más pobres las tasas de fertilidad se han mantenido altas (y en algunos al alza), mientras que se han reducido dramáticamente entre países industrializados.

El caso extremo de esta situación es Japón. Es el país industrializado que más rápidamente está decreciendo. Según estimaciones de la Oficina de Censos de Estados Unidos, la

población japonesa decrecerá 10% en los próximos 20 años, de 127 millones de habitantes a 114. El número de nacimientos en 2008, por ejemplo, fue 40% de lo que era hace 60 años. Es un país donde 62% de las mujeres que trabajan dejan de hacerlo cuando nace su primer hijo y una nación poco abierta a la inmigración. Por ello, Japón es hoy el país más viejo del mundo, el país con la mayor esperanza de vida (82 años versus 78 en Estados Unidos). Era la segunda economía más grande del mundo y hoy es la tercera, pues China los rebasó. Según un análisis de Goldman Sachs (que en mi opinión es quizá demasiado generoso proyectando el crecimiento de economías emergentes, pero relevante de todas formas), India, Brasil, Indonesia, México y Turquía serán economías más grandes que Japón en 2050.

De 1960 a 1980, Japón disfrutó del llamado “dividendo demográfico” del que hoy disfrutaban otros países asiáticos como China, Taiwán y Corea del Sur. Éste se refiere a que conforme las familias

tenían pocos hijos, la población en edad laboral crecía rápidamente, pero tenía que pagar por pocos niños y pocos viejos; la situación ideal. Hace 10 años en Japón había cuatro personas activas “manteniendo” a cada persona retirada; dentro de 10 años habrá solamente dos. Esto obliga a que el gobierno se siga endeudando para tratar de mantener el nivel de vida de la población, a pesar de que es el país con el mejor sistema de salud en el mundo y el más barato —relativo al tamaño de su economía y la cobertura que ofrece— entre los países industrializados. Pero, al igual de lo que ocurre en el resto del mundo, el costo ha ido aumentando conforme la ciencia médica ha evolucionado.

Conforme la población envejece — hoy hay el doble de personas mayores a 65 años que en 1990 —, quienes estaban en edad de trabajar hoy están retirados y hay pocos jóvenes para pagar el retiro de muchos ancianos. Al ritmo de crecimiento actual, Japón tendrá casi el mismo

número de “jóvenes” entre 15 y 64 años de edad de lo que tenía después de la segunda Guerra Mundial. El dividendo demográfico se agotó y hoy la economía japonesa tiene el mismo tamaño que tenía hace 20 años, y su perfil demográfico hará que sea la economía industrializada con menor crecimiento potencial en el mundo. Según Akihiko Matsutani del Instituto Nacional de Postgrado para el Estudio de Políticas Públicas, la falta de jóvenes afectará seriamente la capacidad de Japón para innovar.<sup>10</sup>

El envejecimiento de la población lo afecta todo. Por un lado, el ciclo natural de quienes envejecen y se retiran es que primero acumulan ahorro y después van llegando a un punto en el cual se lo van comiendo poco a poco. Son cada vez más conservadores en su consumo, no adoptan nuevas tecnologías con facilidad, viajan cada vez menos y en algún momento dejarán de tener capacidad para financiar la colosal deuda del gobierno japonés, la más alta deuda pública del mundo industrializado, relativa al tamaño de la economía (200%). La

caída natural en la demanda explica por qué las empresas japonesas están invirtiendo cada vez menos y deben también cada vez menos. En algunos años, pudieran haber pagado el total de su deuda corporativa (reduciendo en forma preocupante su capacidad potencial de producción) y forzarán, por ello, a que el gobierno se endeude aún más. La falta de inversión privada afecta también la capacidad de ingreso y ascenso corporativo de los jóvenes en la fuerza laboral. Las limitaciones de las empresas se acentúan debido a que disfrutan de proteccionismo local, por lo que tienen poco incentivo de salir a competir internacionalmente.

Revertir el problema, una vez que se hace presente, se dificulta no sólo por la complejidad que proviene del hecho que toma décadas revertir tendencias demográficas, sino porque además la población de edad más avanzada tiende a estar sobrerrepresentada políticamente debido a que siempre votan y tienen el tiempo de participar en actividades de política comunitarias.

El impacto geopolítico de las condiciones demográficas va mucho más allá de los patrones de crecimiento (o decrecimiento) de la población. Tiene que ver con la distribución geográfica de la población y las condiciones económicas y políticas de los países que crecen y de aquellos que no. Jack Goldstone, profesor de políticas públicas de la Universidad George Mason, hizo un interesante análisis sobre cómo el peso relativo de los países económicamente desarrollados en la población global se reducirá 25% en las próximas cuatro décadas, incrementando el poder económico de los países en vías de desarrollo. Mientras el mundo desarrollado decrece, el grueso del crecimiento poblacional se dará en países “pobres, muchos de ellos musulmanes, con malos sistemas educativos, descapitalizados y sin oportunidades de empleo”.<sup>11</sup>

Nueve de cada 10 jóvenes de menos de 15 años viven en países en desarrollo. El crecimiento más fuerte se dará entre poblaciones urbanas que

muestran condiciones de vida similares a las que se veían en ciudades como Londres en la época previa a la Revolución Industrial y que engendrarán numerosas poblaciones de jóvenes pauperizados, sin mucho que perder, que serán carne de cañón para populistas políticos, extremistas religiosos y crimen organizado.

Los seis países con mayorías musulmanas más poblados del mundo, Bangladesh, Egipto, Indonesia, Nigeria, Pakistán y Turquía, que tenían 242 millones de habitantes en 1950, tienen más de 900 millones en la actualidad y crecerán en 500 millones de habitantes para 2050 (12 veces más que los seis países más ricos). De los 48 países que crecen más en el mundo, 28 tienen mayorías musulmanas, o minorías de más de un tercio.<sup>12</sup> Esta situación impondrá confrontaciones no sólo entre el mundo musulmán y el que no lo es, sino incluso entre las crecientes poblaciones musulmanas en ciudades como Londres o París, (claramente *ghettificadas* en las grandes

ciudades francesas) y las poblaciones que no lo son

Un reto adicional provendrá de la rápida urbanización de la población, combinada con situaciones de ingresos bajos. A diferencia del proceso de urbanización en países como Estados Unidos, que llegaron a niveles de urbanización de 65% cuando ya tenían ingresos per cápita de 13 000 dólares en 1950, en los países que hoy se están urbanizando más rápidamente como Nigeria, Pakistán o Filipinas, el ingreso es entre 13 y 30% de esa cifra. Ésta es una pésima combinación, pues la población joven, pobre y urbana tiende a la protesta civil y tiene más problemas para crear estructuras políticas estables.<sup>13</sup>

Como dice Goldstone, a principios del siglo xvm, 20% de la población mundial vivía en Europa (incluyendo a Rusia en ésta). En 1913, este continente tenía más población que China y 33% de la población mundial estaba en Europa y en las

colonias europeas de América del Norte. En 2003, esa proporción había bajado ya a 17% y será de 12% en 2050. Sin embargo, la riqueza de esta región se ha reducido en forma más moderada. Era 32% de la economía mundial a principios del siglo xix, 68% en 1950 y se redujo a 47% en 2003.<sup>14</sup> Si los niveles de crecimiento actuales prevalecen, ajustando por poder de compra, el ingreso en esta región se duplicará desde 2003 a 2050, mientras que a nivel global se multiplicará por cinco, lo cual le llevaría a volverse sólo 30% del total.<sup>15</sup>

Si combinamos los factores de crecimiento poblacional con la mayor participación de las economías emergentes en la economía global, podremos explicar la rápida formación de una clase media con cierto poder de compra en algunos de los países emergentes con economías aparentemente viables. Algunos de éstos tienen poblaciones numerosas, como Brasil, India, México, Turquía e Indonesia, y otros países como Chile, Perú y

Colombia tienen poblaciones de menor tamaño, pero han experimentado un rápido crecimiento de una clase media que ahora tiene acceso a más crédito y, por ende, mucho más capacidad de consumo.

El envejecimiento de la población definirá a un grupo de países con una alta proporción de la población por encima de los 60 años de edad. En 2050, 40% de las poblaciones de Japón y Corea del Sur excederá esta edad; y más de 30% en Estados Unidos, Canadá, China y los países europeos. Como en el caso japonés, el mayor impacto económico provendrá no de la contracción de la población total, sino del desplome de la población en edad laboral. El caso más extremo es Corea del Sur, donde se espera que la población total se reduzca 9% para 2050, pero 36% de la población en edad de trabajar. En Europa se reducirá 24%.

Un caso interesante lo presenta Estados Unidos, donde la población en edad laboral crecerá 15%

hasta 2050. Esto se debe en parte a una mayor tasa de natalidad, pero principalmente a una política de inmigración más abierta que Europa o Asia.

Los patrones de crecimiento, combinados con la distribución regional del ingreso, llevan a una nueva agrupación de la humanidad con base en estos factores. Citando nuevamente a Goldstone, la definición de primer (industrial capitalista), segundo (industrializado comunista) y tercer mundo (de países en desarrollo) de la Guerra Fría dejó de tener vigencia hace mucho. Ahora podríamos hablar de un primer mundo rico y viejo: Estados Unidos, Canadá, Europa, Asia (Japón, Singapur, Corea del Sur, Taiwán, China post 2030); un segundo mundo de países económicamente dinámicos con un balance sano entre viejos y jóvenes: Brasil, México, Irán, Tailandia, Turquía, Vietnam; y un tercer mundo con una población que crece rápidamente, predominantemente joven, crecientemente urbanizado y pauperizado,

con gobiernos inestables: Bangladesh, Pakistán, Sudán, Nigeria.

Esta división pone énfasis en una realidad que el primer mundo desarrollado se ha empeñado en ignorar a veces retóricamente, a veces de facto, como cuando George W. Bush tomó posesión como presidente e introdujo el proyecto de un escudo que básicamente blindaba a Estados Unidos de cualquier misil o ataque del resto del mundo, encerrándose como avestruz que entierra la cabeza en el piso, hasta que los ataques terroristas del 11 de septiembre le forzaron a asomarla.

Los países industrializados tienen que darse cuenta de que el mundo de hoy está “globalizado” en sentidos deseables y en otros que no lo son. Cuando deciden dejar que países como Somalia se vuelvan tierra de nadie, se acaban volviendo también refugio de terroristas y criminales, y la ausencia total de orden y leyes combinada con dosis relevantes de hambre llevan a que sean

origen de piratas, por ejemplo, que logran tener algún impacto en el comercio internacional. Alguna vez, tuve la oportunidad de asesorar a un importante hotelero que quería invertir en México y él me dijo que uno mide a los hoteles no por la calidad de su suite presidencial, sino por la de su peor cuarto. Igualmente, deberíamos hacernos a la idea como humanidad de que nuestro éxito o fracaso debe medirse con base en las condiciones que imperen país más pobre y marginado.

# **La próxima gran caída de la economía mundial**

## **POSIBLES DETONANTES DE LA SIGUIENTE FASE DE LA CRISIS**

Parece claro que una crisis de la magnitud de la actual no se materializa sin que se alineen factores diversos e incluso improbables. También lo es que la crisis actual no es ni exclusiva ni de Estados Unidos ni del mundo desarrollado. Una confusión tan fenomenal sólo se produce cuando se combinan la arrogancia de quienes se sienten inmunes al riesgo, la codicia natural del ser humano y enormes distorsiones creadas artificialmente por países que buscan tener ventajas injustas en los mercados internacionales. Y es eso mismo lo que hace tan compleja la adopción de medidas que no sean simples paliativos para minimizar los efectos de la crisis, sino que intenten resolver sus causas de fondo.

Si analizáramos los últimos 800 años de la historia financiera de la humanidad, llegaremos a

la conclusión de que en ésta ha habido una sucesión de burbujas que se han ido agigantando, globalizando y acelerando conforme los mercados lo han hecho, particularmente en los últimos años con la ayuda de medios instantáneos de comunicación, que hacen que lo que ocurre en un lugar se sepa en instantes en el otro extremo del mundo. En mi opinión, una de las grandes confusiones que ocurren cuando cualquier crisis revienta, proviene de pensar que la gente racionalizará su comportamiento con la ayuda de regulación estricta, evitando que se repita una situación como la que reventó. Quizá es en sí absurdo pensar que estas situaciones son, de hecho, evitables. Y no lo son porque todo mundo sufre la misma hipnosis al mismo tiempo. Déjenme darles dos ejemplos. En 1987 yo trabajaba para una casa de bolsa en México y estaba a cargo del área de inversión institucional, en la que incluíamos a los inversionistas individuales más grandes. Cuando ocurrió la espectacular alza y posterior colapso de la bolsa de mexicana en 1987, en aquel momento las casas de bolsa en

el país eran una especie de club privado. Éstas eran pequeñas y no tenían una gran infraestructura para manejar miles de cuentas. Por ello, la inversión mínima para abrir una cuenta en aquellos días era de medio millón de pesos. Conforme la bolsa subió, innumerables políticos salieron a la “defensa” de las clases populares exigiendo que se les permitiera también invertir en la bonanza, pues era injusto que sólo los ricos estuvieran haciéndose más ricos. Después de la apertura impuesta por reguladores y autoridades locales, se veían largas colas de gente de ingresos bajos que había reunido hasta el último centavo a su alcance con expectativas de multiplicar su dinero en proporciones que harían que los panes y los peces fuesen un milagro menor.

¿Qué pasó? Pues lo que siempre pasa, que entraron justo antes de que la luz se apagara señalando que la fiesta acabó. No participaron del alza, pero de la baja participaron hasta con lo que no tenían. Mucha gente que había vendido su casa y cuantos activos pudieron liquidar se quedó sin nada. Los

abogados hicieron su agosto armando colosales demandas contra las casas de bolsa que habían “abusado” de la “pobre” gente que no entendía lo que hacía. Pero nadie reclamó a los burócratas populistas por qué forzaron a que las puertas de esa “especulación” fuesen abiertas para quien ni entendía en qué invertía ni dimensionaba el riesgo que tomaba. Exactamente lo mismo podríamos decir de las iniciativas de George W. Bush para forzar a que se le diera hipotecas a gente sin la estabilidad de ingresos para contratar una deuda de largo plazo, ante la ficción de que marginarla de tan generoso mercado profundizaría la polarización del ingreso. Ni los reguladores, ni los gobernantes ni nadie toma ni tomará nunca medidas para proteger a los inversionistas en plena burbuja, porque el regulador y el gobernante mismo son presa de la misma hipnosis colectiva que ocasiona que la burbuja se desarrolle. Si no me creen, pregunten en este momento qué opina todo mundo sobre el “extraordinario potencial” de China, la burbuja de nuestros días. Son paradojas

de la naturaleza humana.

Por eso me parece tan absurdo haber oído a Barack Obama decir que “hay que tomar las medidas necesarias para que una crisis como ésta (refiriéndose a la quiebra bancaria) no vuelva a ocurrir”. Ése no es el objetivo. Lo que hay que buscar es que haya niveles de capitalización adecuados, extrema transparencia y barreras a contagios instantáneos entre diferentes sectores de la economía. La especulación y la formación de burbujas es inevitable; la utilización de crédito desmedido para inflarlas sí se puede evitar. En lugar de incrementar la transparencia, ¿qué hizo el gobierno de Obama? Permitir que los bancos no reflejen el valor de mercado de los activos que tienen en sus libros. La absurda lógica detrás de esa medida pasa por asumir que dado que el precio de éstos con certeza se va a recuperar, ¿para qué pasar el mal rato de reflejar su deprimido estatus en los registros contables? La pregunta evidente es: ¿y si no se recuperan? Peor aún, al permitir estas

trampas se incentiva a que los bancos vuelvan a abrir la llave del crédito para ver si con éste se logra volver a inflar la burbuja.

En una economía devastada por el exceso de crédito, pensar que con más de éste se resuelve el problema es irresponsable y miope. En estricto sentido, lo deseable sería que los bancos endeudados se recapitalicen y vayan limpiando sus libros, sacando activos tóxicos y toda su basura. Sería razonable que las familias fueran reduciendo poco a poco su excesivo endeudamiento hasta llevarlo a niveles manejables. Sí, esto tomará años, pero el mayor peligro es no hacerlo y que el peso del lastre que éstas cargan siga aumentando. El gobierno sabe bien que cuando la gente recibe su sueldo tiene la opción de gastarlo o ahorrarlo. Dado que el gasto en consumo es más de 70% del tamaño total de la economía, cuando las familias dejan de gastar, eso reduce el ingreso de los demás. El economista inglés John Maynard Keynes decía: “La sabiduría popular dice que uno no puede

gastar más de lo que gana. Eso es cierto a nivel individual, pero engañoso cuando se aplica a una comunidad... sería más cierto decir que no podemos ganar más de lo que gastamos”.

Cuando alguien sale a comprar una camisa, por ejemplo, su gasto es el ingreso del dueño de la tienda, el empleado en ésta que lo atendió y recibe una comisión, de quien la manufacturó, quienes la transportaron, el dueño del local comercial, etc. Si esa persona se queda en su casa en vez de comprar, el ingreso de los demás se reduce.

De ahí proviene la súplica del gobierno de Obama que invita a la gente a seguir consumiendo y a ignorar por un rato su enorme endeudamiento. La pregunta clave es ¿y cuándo será oportuno que se pongan a reparar la economía familiar? Esa vacía súplica me recuerda las oraciones de san Agustín quien decía: “Señor, dame el don de la castidad y continencia... pero todavía no”.

Se debe asumir que las burbujas se generarán una y otra vez porque es simple naturaleza humana seguir lo que hace el resto del rebaño. Algo que no deja de sorprenderme es la tendencia que tienen analistas serios a simplemente extrapolar el pasado cuando tratan de pronosticar hacia dónde va el futuro. Ésta es también una tendencia natural. Deje darle un ejemplo bobo. Viviendo en una ciudad como Nueva York con clima cambiante y extremo, todos nos fijamos en el pronóstico del clima para saber qué ponernos. En muchas mañanas cuando alguien de mi familia me pregunta cómo va a estar el clima, siempre tengo la tentación de decir “como ayer”. Parece lo lógico, ¿no? ¿Por qué habría de estar muy diferente? Y la realidad es que en todos los años hay días con tormentas, nevadas, calor extremo, etc. Son días seguramente muy diferentes al inmediato anterior, pero que si no fuese porque tenemos herramientas meteorológicas sofisticadas nos llegarían de sorpresa. Así, la gente piensa que si el año pasado fue bueno para la bolsa, hay que invertir en

ésta este año porque conocen a mucha gente que ganó dinero en este mercado.

Pero nunca ha habido un mercado que crezca en línea recta en forma infinita.

Usualmente, un mercado se encarece más y más hasta que está tan lejos de su realidad fundamental, que la fuerza de gravedad hace su arribo. Pero ese periodo de encarecimiento irracional puede durar por periodos prolongados y por lo general acelera su alza en la última etapa, por lo que verla desde afuera resulta doloroso. Para quienes nos dedicamos a asesorar a inversionistas, éstos son periodos extremadamente complicados, pues si uno entiende el riesgo detrás de la inversión, obrará en forma conservadora; pero el inversionista odia ver cómo sus amigos ganan a manos llenas y él no. Una vez más, es naturaleza humana. Y es justo esa inercia irracional que está siempre presente en todo mercado lo que hace que sea imposible y absurdo hacer estrategias de inversión basadas en predecir la dirección en la

que se van a mover éstos. Movimientos perfectamente lógicos —basándose en el entorno y el valor fundamental de aquello en lo que uno invierte— pueden tomar años en ocurrir. Los mercados pueden mantenerse irracionales por mucho más tiempo del que uno puede mantenerse solvente.

Como dije, quizá una de las medidas más importantes que un regulador sí puede tomar en forma sistemática está en prevenir el uso exagerado de crédito en el proceso que infla a los mercados y desarrolla esas burbujas. Si se tiene la convicción de que éstas ocurrirán una y otra vez por ese comportamiento de rebaño que está en la médula de la naturaleza humana, es prudente evitar que sea el crédito bancario lo que amplifique lo que de todos modos va a ocurrir y que al reventar provoque un contagio hacia el sector financiero, que resultará afectado conforme quienes especularon con dinero prestado carezcan de los recursos para pagar el crédito de vuelta.

Pero es justo ese comportamiento de las instituciones financieras el epítome de otra característica fundamental del ser humano: la codicia.

Podemos afirmar que la diferencia fundamental entre la burbuja de los tulipanes del siglo **xviii** en Holanda y la del mercado inmobiliario en la década pasada está en que la primera fue local y se dio sin la ayuda de crédito (por lo cual el sistema financiero de aquella época tuvo un impacto mínimo), la última se globalizó y extendió al sector financiero pues el aire que infló la burbuja fue el enorme crédito otorgado por los codiciosos bancos, con el aval y beneplácito de los gobernantes que querían que “el pueblo” participara de la bonanza.

Hablemos, entonces, de las burbujas cuyas espectaculares explosiones nos despertarán del hipnótico trance cuando menos lo esperemos.

**EL MITO CHINO**

Después de la traumática experiencia que ha provenído de la formación y explosión de una burbuja tras otra en la economía mundial, sería lógico esperar que inversionistas y analistas estuvieran extremadamente alertas ante la menor señal de comportamiento irracional y exuberancia insensata. Lejos de ello, parece haber muchas razones para creer que la burbuja en turno sí hace lo que las previas no hicieron.

Visto desde Estados Unidos, el surgimiento del gigante asiático se ve con el miedo que provoca una relación extrema entre deudor y acreedor. China ha acumulado más de 2.8 billones (millones de millones) de dólares de reservas y las ha invertido predominantemente en instrumentos denominados en dólares. China es el principal acreedor de la tesorería del gobierno estadounidense. Según Simon Johnson, profesor del **mit** y ex economista en jefe del Fondo Monetario Internacional, el gobierno chino tiene más de un billón de los 2.37 billones de emisiones de deuda de la tesorería que están en

manos de inversionistas no estadounidenses. Si bien oficialmente la cifra es ligeramente superior a 755 000 millones, el señor Johnson cree que está subestimada. En total, considerando otros instrumentos, como bonos emitidos por empresas como Fannie Mae y Freddie Mac y otros instrumentos, se estima que el total de deuda pública (o cuasipública) estadounidense en manos de inversionistas chinos asciende a 1.7 billones de dólares. Visto desde la óptica del resto del mundo, creo que el atractivo del ascenso chino se explica por el morboso y natural deseo de presenciar el ocaso del Imperio estadounidense (sin detenerse, en mi opinión, a evaluar las escalofrantes implicaciones que un “imperio chino” tendría para ellos).

El encanto de China tiene muchos elementos que provienen de la fascinación con su tamaño o con su vertiginoso crecimiento y modernización. Se ve como cualidad que China sea el país más poblado del mundo —con más de 1 300 millones de habitantes— como si ese hecho garantizara

desarrollo, a pesar de que tienen menos de un tercio del ingreso per cápita que tiene Japón, el país que en los ochenta estaba destinado a desbancar el liderazgo estadounidense. Recuerdo, en aquel entonces, las historias sobre la asombrosa prosperidad japonesa y el ineludible dominio que este país tendría del mundo. Las empresas occidentales copiaban los modelos de gerencia japoneses, los papás querían que sus hijos hablaran el idioma y recuerdo a un ex presidente mexicano que envió a sus hijos al Liceo Japonés de México en los ochenta, cuando nadie cuestionaba los puntos débiles del modelo de desarrollo de ese país.

Antes de China, y eso pocos lo recuerdan, fue la Unión Soviética quien amenazaba a fines de los cincuenta con “arrollar” a Estados Unidos no en términos militares, sino económicos. El conjuro a esa amenaza llevó al presidente John F. Kennedy a lanzar el programa espacial estadounidense, después del éxito del programa

ruso que puso los Sputnik —el segundo de éstos tripulado por la famosa perra Laika— en el espacio a partir de 1957. Como en el caso de China, el modelo de desarrollo soviético se había basado en una contundente migración de una enorme población rural a las ciudades, en la educación de esa fuerza de trabajo y en carretadas de capital invertido en desarrollar capacidad industrial.

Hoy, entonces, es la amenaza china la que arrollará a la economía estadounidense. En cierta forma, me parecía más creíble el espejismo japonés que el chino. Sin duda, Japón aprovechó bien el estímulo de la posguerra y usufructuó educando a su población, desarrolló una base industrial exportadora sólida y se posicionó exitosamente en industrias como la electrónica y automotriz. La organización política parece y parecía desde entonces sostenible, siendo abierta y democrática. El caso de China, por otra parte, me parece inconcebible. Hemos decidido que el ascenso de un país con una población heterogénea, con una

distribución del ingreso similar a la de América Latina (de acuerdo al índice Gini) y un gobierno dictatorial y autoritario será quien sienta la pauta para el resto del mundo.

Ése no es un tema menor. Un país como Estados Unidos, por ejemplo, ha llegado a desarrollar un sistema político abierto e inclusivo a raíz de numerosos conflictos que se fueron dirimiendo a lo largo de la historia. La elección de Barack Obama en 2008, el primer presidente afroamericano, hubiera sido imposible sin el movimiento de los derechos civiles que en los años sesenta costó muchas vidas. Los países construyen sus instituciones y sus democracias a partir de enormes y graduales movimientos sociales que se van abriendo paso y que poco a poco se asientan y adquieren peso. En el caso de China, su sistema político está aún a años luz de abrirse y hoy no sabemos qué forma tomará el día que lo haga. Éste es el país que prohibió a la familia del encarcelado activista pro democrático Liu Xiaobo, quien fue galardonado con el Premio Nobel de

la Paz de 2010, que asistieran a la ceremonia de entrega en Noruega y que, además, amenazó con sanciones a los gobiernos que asistieran al evento. Es un país que impone estricta censura sobre los medios de información chinos y sobre los medios internacionales que se ven en China. En mi opinión, cualquier aspiración china al papel de liderazgo mundial se ve cancelada en el instante en que prohíben el uso de Google localmente. Regresando a la comparación del movimiento de derechos civiles estadounidense, el gobierno de Estados Unidos también fue “humillado” por el Premio Nobel de la Paz que en 1964 se le dio a la persona más joven jamás galardonada con éste: el doctor Martin Luther King. En aquel momento también era un premio que ponía el dedo en la llaga de una sociedad dividida y en medio de un conflicto complicado y violento. Ni siquiera la sociedad estadounidense de hace cincuenta años pensó jamás en reprimir o censurar tal evento.

El gobierno chino carece de la legitimidad que proviene de procesos democráticos. Más aún, su

única validación proviene del alto crecimiento económico que se ha generado y por eso está empeñando el futuro con tal de garantizar estabilidad en el presente. Pero no deja de sorprender que en un país que lleva más de una década creciendo a tasas anuales superiores a 9% ocurran entre 70 000 y 80 000 manifestaciones de protesta al año. La polarización del ingreso, los altos niveles de corrupción y la exagerada represión pueden engendrar situaciones políticamente complejas si el crecimiento se desacelera. Los oníricos admiradores de China parecen haberse olvidado de que la estructura de la población se volverá una bomba de tiempo en el instante en que ese país deje de mostrar crecimiento vigoroso, y el alto mando del Partido Comunista Chino lo sabe.

Zheng Yumin, secretario del Partido Comunista para la provincia de Zhejiang, dijo en una conferencia el año pasado que 90% de las 43 millones de compañías que existen en China

son privadas, contrastando con lo que ocurría en los años ochenta cuando toda la actividad económica pasaba por el Estado. La revista *The Economist* estima que quizá 70% del **pib** chino provenga de estos nuevos empresarios. El crecimiento de la actividad privada ha sido exponencial, pero ha ocurrido al margen de toda reglamentación o marco legal. Los líderes regionales se hacen de la vista gorda, pues se benefician de la actividad económica. Por un lado, esta economía informal permite el abatimiento de costos por medio de la explotación generalizada de trabajadores que en muchos casos son casi esclavos, la violación de patentes y la adopción de prácticas que en cualquier país del mundo resultarían ilegales; por otro, impide la formalización de estas empresas, su acceso a los mercados de crédito formales (teniéndose que financiar a tasas anuales que van de 18% a 200%) y su entrada a un proceso de sofisticación que les permitiría agregar más valor, capacitar a sus trabajadores y hacer que su ingreso crezca. Lejos de lo que se piensa, el crecimiento se ha dado no

por la sabiduría del Estado, sino por su ausencia y complicidad en la formación de la mayor economía informal en la historia.

La política de un hijo por pareja creará presiones demográficas que están comenzando a manifestarse ahora, cuando el número de personas retiradas empieza a exceder a la población económicamente activa. El crecimiento de la población lleva 20 años de estar por debajo de 2.1 niños por mujer, la tasa de natalidad que se estima permite que la población permanezca constante. De acuerdo con estimados del Departamento de Censos de Estados Unidos, la tasa de fertilidad actual de 1.5 es 30% menor. Según esta tendencia, habrá menos personas de menos de 50 años en 2030 que ahora y muchas menos entre 20 y 39 años de edad. Durante los próximos 20 años, China perderá 100 millones de jóvenes en edad laboral y verá el mayor incremento en la base de trabajadores de edad avanzada, que tienden a producir menos y a absorber nueva tecnología más lentamente.

Pero la gran preocupación proviene de la carencia de una red de seguridad social que fuerza a que muchas familias mantengan elevados niveles de ahorro ante la posibilidad de que los abuelos o padres se enfermen y tengan que recurrir al sistema de salud privado. China experimentará el mayor crecimiento en la población de ancianos jamás visto. En 2010 había 115 millones de personas de 65 años o más en 2030 habrá 240 millones. Este factor se convertirá gradualmente en un pesado lastre que complique el esperado crecimiento del mercado interno, mito que repiten una y otra vez los chinófilos delirantes. Para poner las cosas en perspectiva, el consumidor chino genera 2.4% del ingreso del mundo; aun después de la recesión, el consumidor estadounidense origina siete y media veces ese monto (con menos de una cuarta parte de la población). Se ha visto con beneplácito que el consumo chino parece ir en ascenso, pero como proporción del ingreso ha decrecido. Además, lo que se está comprando está íntimamente ligado a la burbuja que se ha desarrollado en el mercado

inmobiliario, como muebles y enseres domésticos, por ejemplo. Adicionalmente, la formación de familias se hará más difícil debido a que en 2030, 25% de los hombres que se acercan a los 40 años nunca habrá pisado el altar. Existe un desbalance en el nacimiento de niños y niñas, herencia de la política de un hijo por pareja, durante el cual nacen casi 120 niños por cada 100 niñas. A la larga, esa situación engendrará violencia, potencialmente, a no ser que el balance se recupere o por la emigración de los hombres o inmigración de mujeres.

El crecimiento de la economía china es políticamente indispensable y, por ello, a diferencia de lo que ocurre en países con gobiernos democráticos, el crecimiento es el origen y no el resultado de la política económica. Las altísimas cifras de crecimiento de la economía china no son el resultado de sumar el valor de los bienes y servicios que espontáneamente generan las empresas chinas; la cifra se origina en un cuarto cerrado donde los autócratas del Partido

Comunista deciden cuánto tienen que crecer ese año y después proceden a hacer todo lo necesario para lograrlo, imponiéndoles metas a empresas paraestatales y líderes regionales. Ver a la economía como si se tratara de un rompecabezas donde la suma de las piezas mostrará la imagen deseada para lograr objetivos políticos es extremadamente peligroso.

Ese ejercicio ha llevado a que, por medio de crédito, se encausen estratosféricos recursos para el desarrollo de infraestructura espectacular, pero no siempre necesaria y ciertamente difícil de rentabilizar. En china, se dinamitan —literalmente— puentes perfectamente adecuados para sustituirlos por otros que, al construirse, generan gasto y empleos en aquellas regiones donde se busca premiar lealtades o aligerar tensiones políticas. En el desarrollo de la burbuja inmobiliaria estadounidense vimos la miopía de los bancos comerciales privados y su ineptitud para asignar crédito. ¿Se imaginan cuánto peor lo puede hacer

la cúpula del Partido Comunista chino?

Sin duda, estamos viendo la formación de la burbuja inmobiliaria más grande del mundo si la medimos en términos relativos al tamaño de la economía. En 2011, alrededor de 70% del **pib** chino se gastará en inversiones en activos fijos. Lejos de lo que se piensa, la inversión en infraestructura no es la mayoría de este gasto. Los propios chinos admiten que de los más de 3.5 billones (millones de millones) de dólares que compusieron ese rubro en 2010, la inversión en trenes rápidos fue alrededor de 100 000 millones de dólares (menos de 3% del gasto total). Lo mismo ocurre en otros gastos en infraestructura. El grueso del gasto total se está yendo a construir edificios de condominios y oficinas, que se están vendiendo a precios totalmente fuera de proporción con los ingresos de 99% de la población. Para poner las cosas en perspectiva, cuando la inversión en bienes raíces estaba en su punto más alto en las burbujas inglesa o estadounidense, la inversión en activo fijo como

proporción de la economía total era alrededor de una cuarta parte de lo que hoy es en China y la inversión en bienes raíces era una décima parte. Como todo en China, esta burbuja tiene proporciones similares al tamaño del país.

Nunca en la historia hemos visto a algún país que logre sostener inversiones en activo fijo superiores a 30% por más de cuatro o cinco años y no existe evidencia de países que hayan sostenido una dependencia de la inversión que se acerque a la de China. Si partimos en dos la inversión en activos fijos, parece muy poco probable que el gobierno logre desinflar la burbuja inmobiliaria con regulación. Han tratado de hacerlo incrementando los requerimientos de los bancos comerciales de mantener reservas en el banco central para así bajar la disponibilidad de crédito. También han intentado subir las tasas de interés para encarecerlo. Pero éste es uno de los casos en los que un sistema corrupto y subdesarrollado tiene limitaciones para imponer esas restricciones.

Además, nunca he visto burbujas que se desinflen “por la buena” y suavemente. La gente ve que el precio de los inmuebles sigue subiendo y hace todo lo que está a su alcance para comprar más y más, aunque los edificios estén vacíos. Por ello, las restricciones para limitar la posibilidad de obtener crédito para comprar una segunda propiedad han carecido totalmente de efectividad, pues siempre es posible encontrar a alguien que sirva como testafierro.

Independientemente de la colosal inversión inmobiliaria, el problema con pensar en que se puede crecer construyendo fábricas, puentes, aeropuertos, puertos, etc., es que si éstos exceden a la demanda por ellos se vuelve imposible rentabilizarlos. Eso lleva a que ese crédito no pueda pagarse de vuelta y el problema se vuelve bancario. Los activos fijos requieren mantenimiento y se deprecian. El **pib** refleja la suma de bienes y servicios en una economía, pero a esta cifra quizá se le debería restar la depreciación de los activos. ¿Cuántas

ruinas han visto ustedes de fábricas o edificios que por uno u otro motivo permanecen vacíos por algunos años? Tarde o temprano se vuelven elefantes blancos lúgubres y oxidados. El capital tiene una rentabilidad decreciente y, por ello, el modelo chino requerirá cada vez de más dinero para mantener las tasas de crecimiento que el gobierno desea. Exactamente esa misma realidad fue la que acabó apagando las esperanzas del milagro económico soviético.

Como dijo Ken Rogoff, profesor de Harvard y ex economista en jefe del **fmi**, el estallido de la burbuja inmobiliaria china se acabará volviendo un problema de solvencia bancaria. Si bien ésta no muestra los excesos manifestados en el caso estadounidense —alimentado por el voraz apetito por crédito hipotecario y por la agresiva titularización de esta deuda por parte de las agencias hoy estatales Fannie Mae y Freddie Mac—, los desarrollos chinos se han hecho con crédito que será difícil de recuperar.

El desarrollo de oficinas y propiedades comerciales chinas es tan exagerado que alcanzaría ya para darle a cada uno de los más de 1 300 millones de chinos un cubículo de metro y medio por metro y medio. Como es común en burbujas así, hay múltiples mecanismos y motivaciones que se alimentan mutuamente. Por una parte, los gobiernos regionales carecen de instrumentos como impuestos prediales para recaudar recursos de los inmuebles existentes. La única forma de ganar dinero es vendiendo tierra; a más proyectos nuevos, más ingreso. Por otro lado, la cartera crediticia de los bancos ha crecido a tasas de hasta 40%. La devastadora crisis crediticia estadounidense se dio a pesar de que la cartera bancaria crecía a tasas no mayores a 15%. Se podría decir que la base a partir de la cual creció en Estados Unidos era, seguramente, mucho mayor; pero, con certeza, al menos se aplicaron metodologías para evaluar el riesgo crediticio, mientras que en China ha sido el gobierno quien decide a quién darlo. ¿Cuál proceso les parece más endeble?

El destinar enormes cantidades de capital al desarrollo de fábricas e infraestructura es también absolutamente cuestionable. La capacidad instalada ociosa de la industria cementera china, por ejemplo, es superior a la demanda total sumada de India, Japón y Estados Unidos. Per cápita, excede a la máxima capacidad jamás alcanzada en España, víctima de otra enorme burbuja inmobiliaria. Treinta y siete de los 44 aeropuertos construidos en el mundo entre 2005 y 2010 se hicieron en China; tienen más puentes que Estados Unidos a pesar de tener la quinta parte de los ríos, y Estados Unidos tiene sólo un tercio más de las autopistas con que cuenta China a pesar de tener seis veces más vehículos automotores. Una lógica absurda cree que a China le pasará lo que al niño cuya mamá le compró un abrigo talla **l** (“grande”), siendo su talla real **m** (“mediana”), para que le quede cuando crezca. El problema aquí pudiera ser que se compró una talla **xxl** (“extra extra grande”) necesitando **m** y si algún día llega a ese tamaño, al abrigo se lo habrán comido las polillas.

El problema de depender tanto de invertir para generar crecimiento está en que cada vez se requiere más inversión para generar cada unidad de crecimiento. Se ha estimado que a principios de los noventa, cada unidad de crecimiento en el **pib** requería la inversión de 3.3 unidades; hoy en día, requiere de 4.9. Rentabilizar esa inversión será imposible y pagar el crédito que la origina lo será aún más, como dije antes.

¿Y Wall Street qué hace ante las delirantes expectativas de los inversionistas? Les vende ofertas públicas de empresas nuevas, lo hace a manos llenas y no se cansan de ganar plata. Según el famoso manejador de *hedge funds* estadounidense James Chanos, hay que ver lo que hacen mientras le dicen al público que compre. Adivinó usted, se están saliendo de las inversiones que hicieron con recursos propios. Siendo expertos en saltar del barco antes de que se hunda, éste podría ser un enorme transatlántico que al hundirse se llevará a todos los barquitos a su alrededor que lo observan.

China ha jugado un papel primordial en el espectacular crecimiento que la economía mundial experimentó en la última década y particularmente entre 2004 y 2007. Fue el proveedor de mano de obra barata en un proceso de globalización que en mucho benefició a los países desarrollados, permitió que se rentabilizara la producción de manufacturas y con su infinita oferta de mano de obra barata contribuyó a eliminar la presión inflacionaria que hubiera sido típica en la parte más expansiva del ciclo económico. El mundo pudo recurrir una y otra vez a echar mano de la capacidad que los chinos iban creando y, eventualmente, usando. Ahora, el excedente de capacidad amenaza con ser el detonador de otra recesión mundial.

Por un lado, China intentará usar tanta capacidad como pueda para generar flujo de efectivo. Conforme lo haga, tratará de mantener una participación creciente en el comercio internacional para generar superávits comerciales que compensen los déficits fiscales que finalmente

han hecho su arribo. Dada la grave situación en el mercado laboral estadounidense, crecerá exponencialmente la probabilidad de que este país simplemente recurra a poner tarifas a lo que importa de China, más aún si conforme crezca la percepción de riesgo los inversionistas optan por refugiarse en el dólar y lo fortalecen.

Por otra parte, los países que se han beneficiado al exportarle cobre, hierro, materiales de construcción y otras materias primas a China, podrían presenciar una fuerte contracción en la demanda. Algunos exportadores, como Chile, han tomado providencias ante este tipo de eventualidad y la resentirán menos, pero otros países, como Brasil, podrían verse más afectados, particularmente dadas las hiperóptimas expectativas que han generado. Pero el peor efecto podría provenir de una súbita reducción en la generación de reservas chinas, que tradicionalmente se han reciclado al mercado crediticio internacional y sobre todo al estadounidense. Para comprender por qué es tan

delicado ese equilibrio, hay que recordar cómo se da un proceso típico de esterilización monetaria.

China ha mantenido artificialmente subvaluada su moneda por años. Cuando un país hace eso, hay un enorme flujo de monedas fuertes que va a parar a comprar activos baratos, a invertir e importar bienes, etc. Para comprar todos los dólares que entran, el banco central chino tiene que emitir renminbis. Si simplemente los deja que circulen, la presión inflacionaria acabará volviéndose un problema y, por ello, emiten bonos por montos similares a la emisión de moneda adicional y así recogen esa liquidez. Esto quiere decir que si bien las reservas internacionales chinas son colosales, su deuda también lo es. En cierta forma, eso es algo que podría hacer que si se revaluara el renminbi el pasivo crecerá mientras el activo se devalúa. Mientras tanto, el banco central chino obtiene tasas cercanas a cero por su inversión en bonos —denominados en dólares— y paga tasas más altas a quienes compran los bonos que emiten, denominados en renminbis.

La inflación empieza a hacer su arribo en China por muchos motivos. Primero, estamos viendo una gradual alza en los sueldos locales, aumento en el costo de energía y otros servicios básicos.

La migración a las ciudades crece a un ritmo más lento, generando menos disponibilidad de trabajadores dispuestos a laborar por sueldos de hambre y en condiciones infrahumanas. La inflación muestra también la ineficiencia de su banco central para esterilizar y la falta de profundidad y sofisticación de su sistema financiero.

La inflación es políticamente importante, pues debemos recordar que una de los principales motivos de las protestas de Tiananmen fue justamente el alza en el costo de la vida. Entonces, resulta que la colosal acumulación de reservas en las arcas del banco central chino quizá no son una muestra de fortaleza sino el simple resultado de la enorme manipulación del renminbi con el objeto de mantener sus exportaciones competitivas.

Los inversionistas y los admiradores de China piensan que la enorme acumulación de reservas por parte del banco central chino es una muestra de fortaleza, cuando es todo lo contrario. El error está en que quienes admiran a China sólo se enfocan en una parte del balance del banco central, en el de sus activos, pero olvidan que un banco central es justo eso “banco”. Por ello, también la parte del pasivo es colosal y está denominada en una moneda que está artificialmente entre 30% y 40% subvaluada, por lo que seguramente crecerá más rápido que su activo. Hagamos un rápido análisis.

Una de las mayores críticas a la Reserva Federal estadounidense proviene del hecho de que haya emitido enormes cantidades de dinero en sus programas de “relajamiento cuantitativo” (conocidos como **qe** y **qe ii** por sus siglas en inglés). El balance total del banco central estadounidense asciende a poco más de tres billones (millones de millones) de dólares; es decir, 22% del **pib** estadounidense. El banco

central chino tiene un balance dos y media veces más grande, que asciende a 52% del **pib** chino. El pequeño problema es que si su pasivo, denominado en renminbis, se revaluara simplemente por lo que el Fondo Monetario Internacional estima que es la subvaluación de su moneda, valiendo 20 centavos de dólar, en vez de 15, generarían una pérdida equivalente a 15% del **pib**. Esa pérdida sería entre cuatro y cinco veces mayor que lo que se estima costó todo el problema *subprime* a la banca estadounidense.

Se dice que el hecho de que las reservas chinas estén en dólares es una amenaza para Estados Unidos. Creo que es exactamente al revés. Además de lo que acabo de explicar, recordemos lo que decía J. P. Getty: “Si le debes 100 dólares al banco, tienes un problema; si le debes 100 millones, el banco tiene el problema”. Pero también tenemos que analizar qué alternativas tendría China para invertir el resultado de su ahorro. En infinidad de análisis poco sofisticados

se afirma que el banco central chino se irá alejando del dólar por diversos motivos. Creo que queda claro que eso es extraordinariamente poco probable porque lo último que quiere China es ser el catalizador que provoque una devaluación del dólar.

Adicionalmente, cuando los bancos centrales eligen en qué moneda denominar sus reservas su criterio no es especular, sino tratar de replicar la composición de los contratos que celebran para comerciar internacionalmente; éstos se denominan predominantemente en dólares. Por otra parte, una razón fundamental para ahorrar en esa moneda es que sólo en los mercados financieros estadounidenses o europeos cabría tan descomunal ahorro. Imaginemos por un momento que el banco central chino decidiera que privilegiará la inversión denominada en reales brasileños. Tendrían un pequeño problema: sus reservas son tres veces más grandes que el total de la deuda pública brasileña (comparadas con la deuda pública estadounidense, son sólo un

tercio). Invertir un monto tan monumental cancela la mayoría de las alternativas. Es más o menos como decidir manejar un enorme camión de 18 ruedas por las calles de Manhattan; si hay necesidad de estacionarlo, uno tiene que elegir aquel estacionamiento donde éste quepa; si es el más barato o no, es lo de menos.

En mi opinión, se habla demasiado a la ligera del “ineludible” ascenso de China, de cómo dominará la economía mundial y de cómo el renminbi sustituirá al dólar en transacciones comerciales. Esto no ocurrirá en lo que ni a ustedes ni a mí nos resta de vida, y cuando se dicen estos absurdos se ignoran aspectos bastante básicos. ¿Por qué habrían de denominarse las transacciones comerciales predominantemente en renminbis y no en dólares cuando hoy sería imposible encontrar cartas de crédito denominadas en esta moneda? Peor aún, si sabemos que esta moneda está obscenamente subvaluada, ¿a quién podría interesarle tomar deuda denominada en una moneda que solamente puede revaluarse, lo

cual encarecería la deuda denominada en otras monedas?

Entonces, resulta que quizá el tener tan cuantiosas reservas no es necesariamente una fortaleza de la economía china; su prodigioso crecimiento es más producto del diseño político y cada vez hay más motivos de preocupación. Pero lo que más me preocupa de tanta admiración al modelo chino es que pueda parecer que esa planeación centralizada es la mejor alternativa para el desarrollo de regiones como América Latina. Nada puede estar más lejos de la realidad, en mi opinión. Una vez más, comparemos. El modelo para propiciar el crecimiento económico en China enfoca inversión en siete industrias estratégicas: conservación de energía y protección ambiental, energía renovable y alternativa, manufactura de equipo sofisticado, nueva tecnología de información, biotecnología, nuevos materiales, y manufactura de vehículos que utilizan “nueva” energía. Seguro ustedes están boquiabiertos por la sabiduría y refinamiento de

los líderes del Partido Comunista Chino pues seguramente en esos sectores se encuentra el futuro de la economía mundial. ¿O no? Pues no, así no es como funciona. ¿Quién de esos brillantes burócratas chinos podría haber ideado Facebook? Si vieron la película *Social Network*, que narra la creación de esta empresa, sabrá que fue creada por jóvenes casi adolescentes que estudiaban en Harvard. Esa empresa, que no cotiza aún en la bolsa, tiene un valor de alrededor de 50 000 millones de dólares. Seguramente, por cada emprendimiento exitoso como éste, habrá miles de fracasos. Pero así es como funciona la innovación, tiene un elemento de aleatoriedad fascinante e inevitable.

Como dijo Bret Stephens, columnista del *Wall Street Journal*, “La historia está manchada por la debacle de regímenes que creyeron que podían crear ‘consenso’ sofocando la disensión y robando la innovación intelectual que son incapaces de producir por sí mismos. El intento chino de hacerlo simplemente mezcla el error

político con la ignorancia histórica... se trata a los gobernantes en Beijing como reyes filósofos cuyo horizonte temporal abarca décadas mientras el nuestro toma días. hay una visión sobre China que su escasez de innovadores es irrelevante en su futuro, pues siempre podrán hacer ingeniería en reversa para obtener cualquier tecnología que quieran y prohibir aquellas que no, dejar que otros carguen con el costo de invertir en investigación y desarrollo... pero no se puede plagiar el camino a la prominencia. Tampoco se puede innovar exitosamente si la filosofía política que prevalece insiste en la conformidad de pensamiento o en la dirección del desarrollo. En los cincuenta, China decidió rebasar la producción de acero del Reino Unido. Unos 40 millones de chinos murieron en la consecución de objetivo tan idiota y que resultó irrelevante para el desarrollo chino”.

Sí, es relevante darnos cuenta de que “la potencia del futuro” ha tenido tres premios Nobel en su historia: Liu Xiaobo, el reciente premio de la

paz, que está encarcelado; el Dalai Lama, también premio de la paz en 1989, quien vive en el exilio, y Gao Xingjian, premio de literatura en 2000, quien también está exiliado en París. Además, ha habido otros nueve premios a científicos de origen chino. Para poner las cosas en perspectiva, Estados Unidos, la “potencia” actual, ha tenido 326 científicos, artistas y políticos que han recibido el galardón. Evidentemente, muchos de ellos no nacieron en Estados Unidos, muchos se hicieron ahí, muchos viven ahí. La ventaja de las sociedades abiertas es ésta: tienen la capacidad de atraer talento. China parece correr y encarcelar al poco que genera.

La capacidad de innovar, el talento, el espíritu empresarial y, sobretudo, el sistema económico capaz de financiarlos y volverlos empresas viables no son fenómenos que ocurran por diseño burocrático o voluntad política.

Se dice demasiado a la ligera que China pronto empezará a depender más en su “pujante” del

mercado interno e irá abandonando el modelo exportador. Sí, sin duda se ha empezado a desarrollar una clase media china y gradualmente ha crecido el poder adquisitivo de una parte importante de la población. Pero recordemos que, por ejemplo, los 300 000 trabajadores chinos que producen iPads para Apple en la fábrica de Foxconn, reciben salarios promedio de 50 centavos de dólar por hora. A pesar de sus jornadas promedio de 14 horas, tendrían que trabajar tres meses sin gastar en nada más, ni tomar días libres, para poder pagar la versión más barata de ese aparato.

Si consideramos que el valor de mercado combinado de Apple, Google y Microsoft asciende a más de 725 000 millones de dólares, eso equivale a alrededor de 15% del **pib** chino. Todo parecería indicar que la innovación tiene sus beneficios. Por ello, me permito concluir afirmando que, en mi opinión, no sé si el próximo “imperio” en el mundo será chino, lo que sí sé es que esto no ocurrirá en lo que ni a mí ni a

ustedes nos resta de vida.

China es un país que entendemos poco en Occidente y que tiene una problemática y una estructura de poder infinitamente más compleja de lo que alcanzamos a vislumbrar. Las reacciones diplomáticas chinas ante la crisis coreana de 2010 parecieron un tanto infantiles, a no ser que China tema un “contagio” si cae el gobierno autocrático de Corea del Norte (en la misma forma en que el desplome del gobierno de Túnez en enero de 2011 tuvo un efecto similar en Egipto, país mucho más grande y con una importancia geopolítica considerablemente mayor. Pero, igualmente, la reacción al conflicto con Japón por las islas Senkalu pareció excesiva; a no ser que lo que no entendamos sea el poder real que tiene el ejército sobre el gobierno civil.

¿Se puede generar un movimiento social con el país en pleno crecimiento?

La insurrección de enero de 2011 en Egipto da

pauta para un par de reflexiones. Por una parte, es un movimiento social que se dio en dos niveles; entre la clase media y la parte más educada de la población; la demanda fue claramente para mayor democracia, más apertura y menos represión. Entre la parte más pobre de la población, donde 40% de ésta vive con dos dólares diarios o menos, parece haber sido la enorme diferencia entre ricos y pobres y, particularmente, la reciente alza en el precio de los alimentos (debido a los problemas generados por el cambio climático) lo que prendió la mecha. La inflación en Egipto en 2010 fue 11.4%, pero a diferencia de países como Estados Unidos, donde 7% del ingreso se gasta en comida, en Egipto es 40%. China está en una situación similar a Egipto y la inflación se verá agravada no sólo por la delicada situación en el mercado mundial de alimentos, sino además porque los problemas en Medio Oriente provocarán un aumento en el precio de los energéticos. Éste se dará simplemente porque países importadores de petróleo, como la propia China, se darán cuenta de que tienen que

tener mayores inventarios para prevenir posibles interrupciones en la oferta de petróleo si países productores como Arabia Saudita, Yemen o Irán tienen problemas políticos similares a Egipto, o incluso si simplemente se presentaran problemas logísticos en el canal de Suez u otras regiones.

Pero es importante señalar que este tipo de movimientos sociales suelen presentarse en los momentos en que se experimenta crecimiento económico, pues éste tiende a distribuirse en forma muy concentrada entre quienes más tienen. En Egipto la economía creció 5.1% en 2010 y se espera que crezca 5.7% en 2011. Y es justo ahí cuando un segmento de la población se está enriqueciendo que los problemas de desigualdad y corrupción se hacen más evidentes.

A diferencia de los gobiernos de Mao y Deng Xiaoping, cuando el alto mando en el Partido Comunista venía de una formación militar, ése no

ha sido el caso desde mediados de los noventa. A cambio de ello, el gobierno le ha dado autonomía presupuestal y margen de maniobra al ejército. Pero quizá éste tiene más de lo que se pensaba. El 10 de enero de 2011, durante la visita del secretario de Defensa de Estados Unidos, Robert Gates, a China, éste le preguntó al presidente Hu Jintao por el resultado de las pruebas del nuevo avión de tecnología *stealth* chino que apareció en la portada de todos los periódicos estadounidenses (quizá el más voluminoso resultado de piratería intelectual jamás concretado), el presidente Hu dio la impresión de no saber de éstas. Si eso es cierto, el ejército tiene mucho más poder de lo que suponemos y eso hace que las reacciones a los movimientos sociales de protesta o a conflictos internacionales sean mucho más impredecibles.

Considerando que la retórica antichina en Estados Unidos crecerá durante los próximos meses y que Obama también buscará reelegirse en 2012, la

coincidencia de los tiempos políticos puede resultar desafortunada. Como ha dicho Zbigniew Brzezinski, quien fuera el arquitecto de la normalización de relaciones entre Estados Unidos y China a fines de los setenta, en su papel de asesor de Seguridad del presidente Carter, ambos países han sucumbido a la tentación de la “demonización recíproca”. En la visita de Estado de Hu Jintao a Estados Unidos en enero de 2011, tres de los cuatro líderes del legislativo estuvieron intencionalmente ausentes en la cena de gala ofrecida por Obama al mandatario asiático para manifestar su rechazo (y beneficiarse en las urnas, al hacerlo). El Congreso estadounidense aplicará enorme presión para que se tomen medidas proteccionistas contra las importaciones chinas debido al alto desempleo estadounidense y el inflado superávit comercial de China con Estados Unidos. A pesar de que éste está totalmente exagerado por la metodología de contabilización, el resultado político será el mismo. La reacción de los nacionalistas chinos a esa retórica puede acabar siendo muy negativa.

Por lo pronto, en 2012 habrá un cambio de estafeta en el liderazgo del país y, en mi opinión, esto llevará a que el gobierno tome riesgos a corto plazo. Están en una cuerda floja entre el riesgo de inflación que puede salirse de control y la necesidad de alcanzar las metas de crecimiento establecidas para así llegar con estabilidad social a ese importante momento político. Sin duda tomarán el primer riesgo antes de enfrentarse al segundo. Adicionalmente, se estima que los bancos chinos tienen alrededor de 900 000 millones de dólares de cartera vencida. Su situación puede aguantar debido a que están recibiendo más depósitos de lo que sale en forma de crédito. Sin embargo, mucho de lo que prestan va a parar a entidades que están en quiebra y que pueden pagar lo que deben solamente por tener acceso ilimitado a crédito nuevo. Como dije antes, eso va a acabar mal y peor aún mientras perdure el mito por más tiempo.

Pero lejos de que el estallido de la burbuja china genere interés intelectual o despierte la morbosa

satisfacción que proviene de constatar que algo tan bueno no existe, menor crecimiento en China —ya ni hablar de una caída— cambiaría radicalmente la dinámica de la economía mundial. En el último lustro —de 2005 a 2010— las economías de los países más ricos del mundo casi no crecieron. Estados Unidos creció 5%, la eurozona 4% y Japón 2%. Mientras tanto, los grandes mercados emergentes de Asia crecieron a un ritmo acelerado; India creció 47% y China 69%. De acuerdo con estimados del Fondo Monetario Internacional, China engendrará 63% del crecimiento de la economía mundial entre 2000 y 2013 (80% entre China e India). Ese vertiginoso ritmo de crecimiento ha puesto enorme presión sobre los recursos naturales de la humanidad y ha llevado a que los países proveedores de éstos también se beneficien, como fue el caso de Brasil, que creció 25% entre 2005 y 2010, o Chile y Perú en situaciones similares.

Difícilmente veremos una crisis china en 2011, año previo al cambio de mando. Pero pudiera ser

una razón más por la que 2012 parece un año donde los riesgos coinciden en forma desafortunada.

## BONOS DEL TESORO ESTADOUNIDENSES Y BONOS DE ALTA CALIDAD CREDITICIA

La segunda burbuja lleva años desarrollándose en los mercados de bonos, particularmente en aquellos de alta calidad. Ésta es importante por dos motivos. Primero, por el colosal tamaño de este mercado. Hay 2.6 billones (millones de millones) de bonos emitidos por la tesorería estadounidense que están en manos de China, Japón, el Reino Unido, los exportadores de petróleo de Medio Oriente y Brasil, y hay una cantidad colosal y difícil de cuantificar que está directa e indirectamente en portafolios de inversión individuales e institucionales de todo el mundo. Lo que hace que esta burbuja sea tan peligrosa es que, como siempre, quienes invierten en estos valores están convencidos de que sus precios tienen que subir porque eso es lo que

ha pasado en los últimos 20 años en forma casi ininterrumpida. Si tomamos la tasa de un bono del tesoro con vencimiento a 10 años como referencia, la tasa de éste en 1982 era de 14.59%, en 2010 el promedio fue 3.22% (la menor desde 1958). Pero más aún, la tasa promedio de un bono a ese plazo en los últimos 50 años es 7.59%. Como ustedes saben, el precio de un bono es inverso a su tasa. Conforme las tasas han bajado, los precios de éstos suben y quienes han invertido en bonos de largo plazo en las últimas décadas han generado utilidades siempre. Por ello, creen que es un mercado infalible.

En algún momento, veremos tasas de interés al alza por varios motivos. Primero, porque a partir de 2012, veremos altísimos vencimientos de todo tipo de deuda (soberana estadounidense y europea, bonos chatarra o *high yield*, emisiones bancarias de todo tipo, etc.). Segundo, porque a medida que los déficits fiscales crecen, la necesidad de los gobiernos de emitir bonos para financiarlos crecerá. Esto llevará a que los

gobiernos compitan entre sí para ofrecer tasas más atractivas. Esto sería particularmente probable si empezáramos a ver algo de reactivación de la economía global, pues en este momento algo que ha beneficiado al mercado de bonos es que tenemos niveles de liquidez sin precedente, pero poca demanda de recursos para proyectos de inversión. Esto lleva a que esa liquidez se invierta en instrumentos financieros, como los bonos. Si empezara a haber algo de demanda por recursos para financiar inventarios, expansiones de planta y equipo, R&D (proyectos de investigación y desarrollo), etc., habría muchos bonos en el mercado y menos dinero para comprarlos. Éstos se venderían, entonces, a un precio más bajo, es decir, a una tasa más alta.

Como dije antes, países como China pueden manipular su moneda y ganar así competitividad internacional. Ese proceso no está exento de costos. China ha acumulado billones de dólares de reservas por las que obtiene tasas cercanas a cero, mientras que tiene que emitir bonos

denominados en renminbis para esterilizar la masiva entrada de dólares a su economía, que es provocada por el artificialmente barato precio de su divisa. Poniéndolo en términos más sencillos, China se pone a comprar dólares vendiendo renminbis. Generan, entonces, demanda por dólares (incrementando el precio de éstos, medidos en renminbis) y oferta de renminbis (bajando el precio de éstos, medidos en dólares). Pero lo mismo lo están haciendo los bancos centrales de Japón, Corea, Suiza y muchos otros países. Además, al comprar y comprar dólares, usualmente los guardan mediante la adquisición de bonos del tesoro, contribuyendo a que los precios de éstos estén por las nubes. ¿Y Estados Unidos qué arma tiene en su arsenal para compensar la agresiva actividad de todos estos bancos centrales? Tiene una extraordinariamente poderosa: la imprenta.

Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal, anunció el 27 de agosto de 2010, en la conferencia de Jackson Hole, Wyoming, un programa

de “relajamiento cuantitativo” (conocido como **qe**, siglas en inglés de “Quantitative Easing”). Este tipo de medida pertenecía sólo a los libros de texto económicos y por ello implica que el banco central más grande y poderoso del mundo pisa terreno virgen

La herramienta más común de la política monetaria es la tasa de interés. Un banco central que busca estimular la economía reducirá la tasa de interés como mecanismo para bajar el costo del crédito y así motivar a las empresas a invertir y contratar personal; también buscará propiciar que la gente gaste más y ahorre menos (pues los ahorradores obtienen menor retorno a tasas más bajas). Sin embargo, esa herramienta tiene un límite, pues una vez que las tasas de interés están en cero ya no es posible reducirlas más. Y es ahí donde nos encontramos ahora.

Bajar las tasas de interés no ha motivado a que los bancos suelten el crédito y esto se debe a razones relevantes. Primero, conforme

el desempleo continúe, saben que su cartera de crédito se va a deteriorar. La gente seguirá dejando de pagar sus hipotecas y sus tarjetas de crédito por el simple hecho de no estar generando un ingreso. Por otra parte, el ambiente extremadamente hostil contra los bancos les hace pensar que, en caso de que se profundice la crisis, el gobierno no tendrá el capital político para justificar otro rescate. Los bancos saben que pueden estar en una situación en la que aquellos que tengan con qué constituir reservas por su cartera vencida flotarán y aquellos que no tengan con qué se hundirán. Esto es particularmente importante porque los activos tóxicos de los cuales tanto se hablaba siguen estando en los balances de los bancos. Las nuevas reglas les permiten no reflejar la minusvalía en sus balances, pero si la situación se deteriora volverán a causar dolores de cabeza y se verán obligados a crear importantes reservas.

En cuanto al consumo, el acelerado crecimiento en el endeudamiento de las familias estadounidenses

que se dio entre 2001 y 2007 las ha puesto contra la pared, debido a que su principal activo —su casa— se ha depreciado. Eso, aunado al envejecimiento de la población, provoca una actitud infinitamente más conservadora al consumir. Las familias están ahorrando ya más de 6% de su ingreso, después de que llegaron a gastar más de lo que ganaban en 2005 (el nivel de ahorro más bajo desde 1933). El proceso para remendar sus finanzas personales apenas empieza.

En lenguaje coloquial, el banco central estadounidense puede llenar el bebedero, pero no puede hacer mucho para forzar a que la gente beba. Sin embargo, el relajamiento cuantitativo es una medida desesperada para garantizar, al menos, que éste esté rebosante de agua.

Lo que el banco central piensa hacer es emitir cientos de miles de millones de dólares para con éstos comprar bonos del tesoro en el mercado. Peligrosamente, también han recurrido

a comprar bonos hipotecarios y de otros tipos, en un intento discreto por recapitalizar bancos al quitarles de las manos activos “tóxicos” (es decir, que tienen alto riesgo crediticio, o que ya están francamente en problemas). Al generar mayor demanda por estos bonos, provocan que su precio suba; es decir, que su tasa baje aún más. Es oportuno explicar algo. Cuando se dice que las tasas de interés están en niveles cercanos a cero, de lo que se habla es tasas de corto plazo, como las de Fed Funds. Esta tasa, que es establecida por la Reserva Federal, determina cuánto le cobra un banco a otro para prestarle dinero *overnight* (de un día para otro). Pero a plazos más largos es el mercado quien determina la tasa. Un bono del tesoro a 10 años pagaba a fines de 2010, cuando se lanzó el programa de relajamiento, una tasa de 2.72% y uno a 30 años 4.06%. Conforme el banco central sale a comprar bonos de largo plazo, fuerza a que las tasas de éstos bajen. Esa reducción puede reflejarse en otras tasas de largo plazo, reduciendo el costo de hipotecas o deuda emitida

por empresas.

Un “relajamiento cuantitativo” es una forma de empujar a que todo mundo tome más riesgo. Para buscar rendimiento, los ahorradores que tradicionalmente compran bonos del tesoro tendrán que invertir más en acciones, comprar bonos de menor calidad crediticia, o comprar activos tangibles. Pero lo mismo se aplica a los bancos. Éstos han estado fondeándose a tasas cercanas a cero e invirtiendo esos recursos simplemente en bonos del tesoro. Conforme el rendimiento de éstos baje, se busca empujarlos a que presten dinero. Y las empresas, teóricamente, aprovecharían el menor costo del dinero para invertir más. Idealmente, si este esfuerzo empuja al alza los precios de bonos y acciones, la gente podría sentirse más “rica” y salir a consumir. Suena bien, pero desafortunadamente, esto no va a funcionar.

MERCADOS CREDITICIOS EN LAS  
ECONOMÍAS EMERGENTES

Los recursos inyectados mediante el relajamiento monetario van a acabar yendo a parar a donde no se necesitan. Visiblemente, los mercados emergentes han sido ya claros beneficiarios.

En 2010 salieron alrededor de 800 000 millones de dólares de mercados desarrollados hacia los emergentes. Muchos inversionistas estadounidenses se lanzaron por primera vez en sus vidas a comprar instrumentos de deuda australianos, brasileños o mexicanos en la búsqueda de obtener tasas de interés más altas.

En un entorno en el que la situación fiscal de los países desarrollados parece endeble y considerando la enorme presión que los bancos centrales de países como Estados Unidos, China, Japón, Suiza, Corea y el Reino Unido les imponen a sus monedas buscando que se devalúen, contrastan fuertemente con mercados como el brasileño, por ejemplo, que ofrecía a fines de 2010 tasas nominales de 10.75% (tasas reales; es decir, por encima de la inflación local, de más de 5%), además de que es posible obtener

alguna ganancia cambiaría conforme el real se siga revaluando respecto a las monedas “duras”, como consecuencia de la mayor demanda.

Esto ocurre debido a que el banco central brasileño está teniendo que “esterilizar” la colosal entrada de dólares. Conforme los dólares entran, hay que emitir reales para comprar esos dólares y después hay que emitir bonos denominados en reales para recoger la liquidez excesiva. La emisión de reales provoca, potencialmente, inflación y la emisión excesiva de bonos genera presión a la baja en sus precios (es decir, tasas al alza). El flujo continuará ante rendimientos potencialmente muy superiores a los que se tendrían invirtiendo en un bono del tesoro en dólares, por ejemplo. Y ahí es donde, felizmente, le damos la bienvenida a la recién nacida burbuja, que promete crecer en forma robusta. El llamado efecto Bernanke será infinitamente más influyente en los mercados latinoamericanos que el efecto China debido a que motivará que cientos de miles

de millones de dólares vayan a demandar bonos, acciones y otros activos; re valuará las monedas y provocará un reacomodo en capital que saldrá de industrias exportadoras para importar bienes baratos y satisfacer la creciente demanda interna. Ya vimos esta película (Argentina a principios de los noventa).

A la larga, lo que tenemos que preguntarnos es cuándo y cómo se acabará revirtiendo la estrategia de relajamiento de la Reserva Federal (y las del resto del mundo). Si bien podemos afirmar que la inflación ni remotamente ha aparecido (ni aparecerá por un rato largo), si se sigue emitiendo deuda, el mercado irá incrementando sus expectativas de inflación. Se dice que la estrategia seguida por el banco central estadounidense es parecida a la que hace un golfista para sacar la pelota de una trampa de arena. Si se le pega sin determinación, la pelota se quedará en la trampa, pero existe la posibilidad de pegarle demasiado fuerte y generar un problema opuesto al pasarse del hoyo. Pero, en mi opinión,

ése no será el problema. La pesadilla provendrá de los colosales vencimientos de deuda en 2012.

En los años previos al comienzo de la crisis, se hicieron grandes emisiones de deuda. Hubo emisiones considerables que se realizaron para financiar con crédito la adquisición de empresas y también emisiones considerables de deuda de baja calidad crediticia (bonos chatarra o *high yield*). Es interesante observar que los vencimientos importantes de estas emisiones empiezan en 2012. Si sumamos ambas categorías, en 2010 se vencieron alrededor de 40 000 millones de dólares, en 2011 se vencen más de 60 000 millones, pero el monto explota en 2012 (a alrededor de 140 000 millones), vuelve a hacerlo en 2013 (a 240 000 millones de dólares) y en 2014 llega a 350 000 millones de dólares. Además de esos vencimientos, hay cuantiosos vencimientos de bonos del tesoro durante esos mismos tres años; a partir de 2012 (recordemos que el déficit fiscal anual equivale a alrededor de 1.4 billones al año y se tiene que financiar),

alrededor de 1.2 billones de dólares de créditos corporativos de alta calidad y hay que añadir los vencimientos de hipotecas comerciales. Si a la demanda de financiamiento en Estados Unidos le agregamos la demanda ocasionada por la redención de emisiones de deuda de bonos europeos —que estará alrededor de 600 000 millones de dólares en 2011 y un poco más en 2012— más la que provendrá de las crisis de deuda soberana de Grecia, Irlanda, Portugal y España, tendremos una idea de cuán diferente puede ser la situación en los mercados de deuda a partir de 2012. Podrían ir de la abundancia de liquidez a la escasez total.

¿Probablemente los mayas sabían algo? Parece que en 2012, el mundo puede darse vuelta. Lo que me parece una posición irracionalmente optimista, sin embargo, es pensar que nada de esa demanda no tendrá un efecto contundente en las tasas de interés internacionales y pensar que ante tasas más altas no veremos una nueva caída en los precios de los inmuebles como consecuencia

del alza en el financiamiento para adquirirlos. Y si los inmuebles caen, veremos la siguiente ronda de problemas para los bancos.

Con un dólar débil, una situación fiscal en pleno deterioro (a nivel federal, estatal y local) y un gobierno dividido e incapaz de articular una política fiscal inteligente a largo plazo, el mercado pudiera empezar a demandar tasas mucho más altas, acontecimiento letal para una economía tan endeudada. Si esto ocurre o, en mi opinión, “cuando” esto ocurra, veremos una masiva salida de recursos de mercados emergentes para aprovechar tasas más altas en Estados Unidos y, quizá, un dólar fortaleciéndose. Como ha ocurrido en otros episodios similares en economías emergentes, será ahí donde recordaremos que los mercados de éstas son menos profundos de lo que pensábamos —y más sensibles a salidas repentinas de recursos— y que estas economías siguen, en muchos casos, sin hacer las reformas estructurales que necesitan para pasar de emergentes a emergidas (por

ejemplo, el caso de Corea del Sur). Típicamente, entonces, ese momento coincidirá con debilidad en mercados de materias primas (quizá como reflejo de la fortaleza del dólar) y entonces todo mundo dirá que es una sorpresa tan desafortunado evento, que era imposible prever, como siempre ocurre con toda burbuja.

Otro riesgo a corto plazo comienza a materializarse con la desesperación de países como Brasil que buscan limitar la entrada de recursos excesivos del extranjero gravándolos fiscalmente. Pareciera que esta carrera emprendida por los bancos centrales del mundo, que buscan debilitar su propia moneda más que los demás, puede ser el preámbulo perfecto para el inicio de la temida guerra comercial.

La pregunta crucial, mientras tanto, es qué hacer con el dinero. El nacimiento de toda burbuja se convierte en la invitación a participar de la fiesta. Esto es posible y puede ser muy lucrativo, a sabiendas de que a uno le puede tocar ser quien

apague la luz cuando ésta termine. Si medimos el resultado de nuestras inversiones en dólares (y, en mi opinión, esa debe ser la divisa dominante para quienes vivimos en este continente), participar en el mercado accionario puede seguir siendo una inversión razonable —y defensiva— dentro de los portafolios, particularmente aprovechando la participación global de las grandes empresas, privilegiando a aquellas que pagan altos dividendos y recordando que una tasa de largo plazo más baja producirá un valor presente más atractivo de los flujos futuros que generen las empresas. Como ha ocurrido en otros episodios similares, veremos que los diferenciales entre bonos de alta calidad y de baja calidad se reducirán conforme la gente acepte la invitación a tomar riesgo que les envió la Reserva Federal y eso hará atractivas las inversiones en deuda *high yield* (de baja calidad crediticia). Las materias primas reflejarán un mayor precio, medido en dólares y el oro seguirá disfrutando su estatus como la única “moneda” que no es el pasivo de algún banco central, cualidad no poco relevante en

este momento de devaluaciones competitivas.

Evidentemente, conforme suban las tasas de interés y aumente el costo de financiamiento para las hipotecas, veremos nuevas correcciones en el precio de los inmuebles y la consecuente presión sobre la rentabilidad de los bancos que verán cómo crece su cartera vencida en crédito hipotecario e incluso en crédito al consumo ordinario (tarjetas de crédito, crédito a estudiantes, etcétera).

# LA RECAÍDA ESTADOUNIDENSE

Como ha ocurrido antes, las medidas

para amortiguar el impacto del estallido de una burbuja —y la inmobiliaria estadounidense y europea fue colosal— llevan a la formación de otras. Las burbujas en los mercados de bonos de alta calidad y en los mercados emergentes tendrán consecuencias de alguna relevancia para inversionistas, pero la burbuja china —que lleva muchos años formándose y que contribuyó decididamente a los graves desbalances que aquejan a la economía mundial, podría ser el catalizador de una segunda fase de la crisis mundial. Una razón para pensar que ésta puede ocurrir proviene de la comprobación de que ninguna de las razones originales de la crisis se ha resuelto y algunas se han agravado.

En Estados Unidos estamos presenciando una recuperación económica raquítica, a diferencia de otras que han sucedido a una recesión tan

severa como la que estadísticamente terminó en junio de 2009. Para ponerla en términos relativos, en el año posterior a la recesión de 1975, en la era de Carter, la economía creció 6.2%, y 4.5% en el tercer año; en la era de Reagan, el rebote fue de 7.7% y 5.8%, después de la recesión de 1983. Esta vez, la economía creció 3.3% en el primer año y, si todo sale muy bien, estará alrededor de 3% en los primeros tres. Podría escribir largamente sobre por qué esta vez la recuperación ha sido tan endeble; pero, para resumir, digamos que las razones son profundamente estructurales, pues reflejan vicios que llevan décadas acumulándose. Seguimos sin darnos cuenta de que el mundo cambió y por ello aplicamos recetas de cocina que funcionaban muy bien en el comal, pero que se nos echan a perder en el horno de microondas.

El desempleo se mantiene en cerca de 10%, las familias siguen moderando su consumo para reducir su excesivo endeudamiento, la amenaza deflacionaria sigue firmemente al asecho,

las empresas siguen sentadas en un par de billones (millones de millones) de dólares de *cash* y los bancos siguen empeñados en no prestar, también acumulando alrededor de 1.8 billones de recursos líquidos que mantienen, a salvo, depositados en la Reserva Federal. Los pronósticos de crecimiento para el año próximo se siguen revisando a la baja y parece que la economía estadounidense podría crecer, en mi opinión, entre 2.5% y 3% en 2011. Y, en medio de tan lúgubre entorno, el mercado accionario estadounidense casi se duplicó en el periodo entre marzo de 2009 y marzo de 2011. ¿Cómo es esto posible?

La respuesta tiene muchas aristas. Primero, consideremos el efecto cambiado. Medido en euros, francos suizos (o, aún más, en reales, soles o pesos chilenos), la bolsa estadounidense ha subido mucho menos. Pero además, invertir en bolsa se ha vuelto una estrategia defensiva para quienes denominan su inversión en dólares. El alto componente internacional de los ingresos que las

empresas más grandes —usualmente globales— generan fuera de Estados Unidos se traduce hoy en más dólares. La globalización ha expandido el mercado potencial para las empresas estadounidenses, además de que ha reducido sus costos al aprovechar mano de obra barata y costos de transportación a la baja. Las 500 empresas que conforman el índice **s&p** 500 generan 46% de sus utilidades fuera del país. Han logrado compensar parcialmente la caída del consumo estadounidense con demanda que proviene de las nuevas clases medias de países como Brasil, Perú, China, India o México.

Pero esto no explica toda la historia. Sigue siendo sorprendente la resiliencia de las empresas estadounidenses, capaces de sobreponerse a entornos francamente adversos y complejos. Los reportes de utilidades de las compañías cotizadas en bolsa siguen superando expectativas a pesar de que las ventas totales e ingresos brutos han decepcionado. Las empresas siguen bajando

gastos, recortando empleados e incrementando su eficiencia. A la larga, si las reducciones en áreas de investigación y desarrollo continúan, bajará el potencial de crecimiento de la economía estadounidense. Por otro lado, sin embargo, la combinación del alto desempleo con la relativa prosperidad en las empresas grandes quizá responda a motivos mucho más profundos.

La economía estadounidense sigue mostrando el segundo nivel de desempleo más alto de la posguerra (en 1982 promedió 9.7%) a pesar de que hace más de año y medio terminó oficialmente la recesión. Esto, en parte, se debe a que estamos presenciando el efecto de la revolución tecnológica que hacia fines de los noventa se empezó a traducir en eficiencia para las empresas. Jack Welch, ex **CEO** de General Electric dijo, en una entrevista con Fareed Zakaria en **cnn**, que una empresa en la que hoy invierte tenía 26 000 empleados en 2007 y generaba 12 000 millones de dólares de ingresos. En el año 2013 regresarán al mismo nivel de ingresos, pero

sólo tendrán 14 000 trabajadores. Esto ocurrirá debido a la incorporación de tecnología de información en procesos productivos.

Sin embargo, dado que el consumo no se recuperará en Estados Unidos, es perfectamente razonable que las empresas resistan la presión para invertir en expandir capacidad que no necesitan o para contratar trabajadores que no requieren. Como dijera John Snow, ex secretario del Tesoro y **ceo** de Alcoa, la única razón legítima para invertir es si hay demanda no satisfecha por los productos o servicios que genera la empresa. Claramente, ése no es el caso. Por eso, hemos presenciado cifras récord de recompra de acciones con recursos de la tesorería de las empresas. Por ello, también, seguiremos viendo pagos razonables de dividendos provenientes de empresas que generan flujos de efectivo estables en este entorno. Pero la inversión no aumentará en forma significativa, no importa cuánto baje la tasa de interés. Y ésa es una posición razonable y

responsable por parte de las empresas estadounidenses.

Si consideramos que el producto interno bruto de un país es la suma de su consumo interno, más la inversión privada, más el gasto público, más las exportaciones netas (es decir, lo que se exporta menos lo que se importa), en un principio se intentó compensar la caída en consumo e inversión expandiendo el gasto del gobierno. Esta medida, sin embargo, es finita.

Hasta ahora, la fuerza política que mayor peso ha tenido en el gobierno de Obama han sido los sindicatos de trabajadores del Estado. La **afscme** (siglas en inglés de la Federación Americana de Empleados de Condados, Municipios y Estados con 1.6 millones de miembros) es quien más aportó — casi 90 millones de dólares al Partido Demócrata— en la campaña para la elección legislativa de noviembre, rebasando a la us Chamber of Commerce (Cámara de Comercio

que típicamente dona al Partido Republicano) y a la **afl-cio** (Unión de Sindicatos de Empresas Privadas). La absurda lógica de un sindicato de burócratas que dona cuotas obligatorias —que provienen de gasto público excesivo— para influir en la asignación de éste marearía a cualquier persona sensata. Sin embargo, su efectividad fue evidente, pues su cabildeo provocó que el Congreso demócrata destinara 160 000 millones de dólares de “estímulo” federal al rescate de las finanzas de los estados, salvando así sus empleos. Sin embargo, la reacción republicana se empieza a materializar.

Las elecciones del 2 de noviembre le dieron la mayoría en el Congreso al Partido Republicano y algunos asientos en el Senado (aunque, creo, no la mayoría). En forma alarmante, los perdedores serán los demócratas moderados que apoyaron la reforma de Obama al sistema de salud y ahora pagarán su audacia quedándose sin trabajo. Éstos serán remplazados, en la gran mayoría de los casos, por republicanos radicales que, como

dignos simpatizantes del Tea Party, estarán terminantemente opuestos a la posibilidad de cualquier expansión en el gasto público e insistirán en recortes de impuestos. Además, a diferencia de lo que ocurre en Europa donde el pueblo clama por más gasto público, en Estados Unidos la expansión del déficit fiscal parece poner nerviosos tanto a consumidores como a empresarios. Estos últimos tienden a preocuparse sobre cómo la demanda por crédito por parte del gobierno —para financiar un endeudamiento público creciente— les puede encarecer el crédito a ellos; alternatively, les preocuparía también que el déficit se financie con una carga impositiva mayor.

La preocupante parálisis política provendrá de un sistema estrangulado por los nuevos conservadores fiscales del Tea Party que desde el Congreso bloquearán aumentos de impuestos a toda costa y sindicatos públicos que, desde el Senado, lucharán por dominar la agenda de los demócratas. El gasto público se agotará como

opción tanto por esa parálisis como porque la quiebra de estados y municipios absorberá una parte importante de los recursos fiscales federales. En esta realidad, las exportaciones son la única alternativa y para impulsarlas marginalmente y encarecer las importaciones resulta útil tener un dólar débil.

Es un mito que se puede afectar a largo plazo variables económicas reales como el crecimiento y el empleo con medidas monetarias como una devaluación. Sin embargo, sería marginalmente útil tener un dólar débil.

Se exagera, por ejemplo, el efecto en la balanza comercial que tendría una revaluación del renminbi chino. No importa cuánto se debilite el dólar, difícilmente veremos que manufacturas básicas como juguetes, calzado o ropa regresen a Estados Unidos.

Muy probablemente, el encarecimiento de lo que China exporta acabaría beneficiando a productores potencialmente más baratos como Vietnam o

México. Sin embargo, además del beneficio comercial marginal de un dólar más débil, lo que sí le vendría muy bien a Estados Unidos es importar un poco de inflación (sí, un dólar débil haría subir los precios, medidos en dólares, de todo lo que Estados Unidos importa).

Pero, a diferencia de la devaluación de su moneda que puede ser provocada por un país cuya divisa sea internacionalmente irrelevante, devaluar al dólar tiene su chiste. Uno pensaría que tener tasas de interés cercanas a cero y una situación fiscal que espantaría a las más aguerridas brujas e n *Halloween* debería ser suficiente. Pero el dólar sigue siendo refugio de valor y la moneda que da acceso al mercado financiero más profundo —por mucho— del mundo.

Una clave para comprender qué tan lejos estamos de resolver esta situación está en el sistema de empresas patrocinadas por el gobierno: Fannie Mae y Freddie Mac. Como en

1938, cuando se creó la primera de estas empresas, el propósito era inyectarle recursos al sistema mediante la adquisición de hipotecas por parte del gobierno para devolverle recursos a los bancos. En este momento, entre 90 y 95% de las hipotecas se realizaron con respaldo gubernamental. La **fha** (Federal Housing Authority) se ha convertido en el nuevo proveedor de hipotecas a familias con mal perfil crediticio, es decir, el nuevo *subprime*. Originalmente, la **fha** surgió en 1934 para estabilizar tasas de interés en el mercado hipotecario en un mercado que era radicalmente diferente, pues las hipotecas se daban por alrededor de la mitad del valor del inmueble y a plazos de entre tres y cinco años.

La función de la **fha** era tanto garantizar hipotecas ofrecidas a familias con recursos limitados como “revisar” los avalúos de las propiedades adquiridas con criterios que favorecen a los compradores (criterios creativos como “revaluación por

estabilidad económica”, por ejemplo). En la actualidad, la **fha** asegura más de cinco millones de hipotecas. Sin embargo, en el mandato original de esta entidad se establecía que no podía tener más de 2% de mora en las hipotecas en sus libros y que tenía que ser una entidad neutral en términos presupuestales; es decir, que no podía contar con respaldo proveniente de recursos fiscales.

Ambas condiciones son ya parte del pasado.

La cartera vencida de la **fha** rebasó 9% a fines de 2009 y su costo fiscal desde 2008 podría andar alrededor de 500 millones de dólares, aunque se estima que la mala calidad de las hipotecas aseguradas en los últimos años pudiera provocar pérdidas por más de 100 000 millones de dólares en los próximos años. Las reservas de la entidad están en su mínimo histórico al haber bajado de 13 000 millones a 3 000 millones de dólares en poco más de un año. La crisis en esta empresa le ha llevado a tomar medidas “radicales” como subir de 3% (sí, 3%) a 10% los enganches requeridos sobre nuevos

créditos. Parece que no aprendemos las lecciones.

El problema inmobiliario pudiera agravarse por dificultades logísticas y políticas. Claramente, el sistema de ejecución de hipotecas (*foreclosures*) no estaba listo para procesar millones de casos a la vez. Por una parte, ha habido una seria pugna entre las autoridades municipales que buscan generar recursos al estar a cargo de los trámites legales implícitos en una ejecución judicial y las entidades que buscan hacer que éstos sean más expeditos. Se intentó centralizar, por ejemplo, todos los títulos-valor detrás de 65 millones de propiedades en el mercado inmobiliario en el sistema **mers** (“Mortgage Electronic Registration System”, sistema de registro electrónico de los títulos-valor detrás de todas las propiedades que se mantienen como colateral de préstamos hipotecarios). Conforme el sistema fue llevado a un nivel extremo de estrés, se encontraron casos de documentación deficiente; pocos, pero suficientes para poner un velo de duda sobre todo el procedimiento, lo cual ha forzado a que el

sistema detenga embargos en proceso. Se dice que uno puede medir la calidad del Estado de derecho de un país analizando su rigor para tratar el título propiedad. Si ese es el caso, este proceso puso en aprietos al sistema estadounidense.

Mención aparte merece la situación del mercado de inmuebles comerciales en Estados Unidos. Éstos proveen el colateral para más de 3.5 billones de dólares de emisiones de bonos y, a diferencia de lo que ocurre con los créditos otorgados para compras de residencias —los cuales están típicamente titularizados, es decir, ya no están en el balance de los bancos—, alrededor de la mitad de los créditos para el desarrollo y adquisición de inmuebles comerciales sí lo está. Si estimamos conservadoramente que un empleado de oficina requiere alrededor de 15 metros cuadrados de espacio, los ocho millones de empleos que se han perdido desde diciembre de 2007 nos dan una idea básica sobre cuánto espacio vacío de oficinas, por ejemplo, hay en el mercado.

Si tuviera que precisar cuál es la variable interna fundamental (aclaro que interna, pues hay variables externas como China o Europa que también tendrían un efecto similar) que definirá si la economía estadounidense entrará o no en una segunda fase de la crisis (conocida como *double dip* en inglés), ésta sería el precio de los inmuebles.

Muchos parecen asumir que éstos han tocado fondo y que lo peor ha quedado atrás. Me permito dudar.

Durante 2010, los precios se mantuvieron sorprendentemente estables —que conste que no al alza— en medio del entorno más favorable que podría existir para este tipo de activo.

Para enumerar algunos factores, consideremos el hecho que la Fed ha salido a comprar en el mercado cientos de miles de millones de dólares de bonos hipotecarios, como dije antes, con el objeto de que éstos al subir de precio reduzcan las tasas a las que los bancos pueden dar crédito

hipotecario. Hemos visto, entonces, hipotecas a tasa fija a 30 años ofrecerse a niveles de poco más de cuatro por ciento. Uno esperaría, igualmente, que la emisión total de circulante por parte de la Fed que ya rebasa 2.5 billones de dólares, en medio de una economía totalmente parada, debe estar haciendo que una parte importante de esa liquidez vaya a dar al mercado inmobiliario. Adicionalmente, la debilidad del dólar ha atraído, seguramente, a compradores internacionales a algunos de los mercados más populares como Florida, Nueva York o California. Como dije antes, Fannie Mae y Freddie Mac han inyectado cientos de miles de millones de dólares titularizando hipotecas en forma subsidiada (evidentemente, dadas las enormes pérdidas que ambas entidades arrojan). El gobierno les regaló 8 000 dólares a compradores por primera vez en aquellas transacciones realizadas antes de octubre. Por último, se ha hecho hasta lo imposible por retrasar los embargos de propiedades. Y con todo lo anterior, lo mejor que el mercado de bienes raíces

ha logrado es simplemente dejar de caer. ¿Y si alguno de estos factores se revierte?

Para comprender la magnitud del apoyo que Fannie y Freddie le dan al mercado hipotecario, ambas agencias tenían ya un inventario de 191 000 propiedades a fines de 2010. En el segundo semestre de ese año gastaron más de 500 millones de dólares simplemente administrando y dándole mantenimiento básico a este acervo.

¿Qué pasa si el nuevo Congreso estadounidense, con mayoría republicana fiscalmente conservadora, se rehúsa a seguir incrementando el fondeo de Fannie y Freddie, por ejemplo? O quizá en forma mucho más inminente, lo que tenemos que preguntarnos es por cuánto tiempo más veremos tasas de interés a niveles históricamente ínfimos. En una lógica que nunca he entendido, muchos analistas esperan una recuperación de la economía estadounidense en los próximos años, pero no consideran que en el momento en que esto ocurra seguramente habrá

más demanda por crédito y que ese sólo hecho provocará un aumento generalizado en tasas de interés que llevará a que el costo de las hipotecas suba. En la medida en que el costo de financiar la adquisición de propiedades aumente, el precio de éstas se reducirá. Esto generará problemas nuevos en el caso de las cerca de ocho millones de propiedades que se adquirieron entre 2005 y 2006 y cuyos precios de mercado hoy están apenas por encima del valor del adeudo hipotecario, a pesar de haberse contratado con el pago de enganches convencionales (de alrededor de 20%). Pero, más aún, afectará a millones de hipotecas no convencionales adquiridas con enganches bajos, hechas con base en tasas variables. Estas hipotecas se han estado beneficiando en los últimos años del descenso en el costo del dinero, pero en algún momento se verán afectadas por el efecto opuesto.

Otro factor relevante a considerar es el fiscal. El desbalance entre gastos e ingresos en Estados

Unidos es evidente. Hablaré más adelante del tema. En general, la recaudación fiscal se ha desplomado al caer la actividad económica y al reducirse el empleo, mientras que el gasto ha probado ser mucho más difícil de controlar. Pero, particularmente a nivel estatal y municipal, existen muy pocas opciones para intentar incrementar la recaudación. Una de las áreas donde es más fácil hacerlo es en impuestos prediales. Ese incremento se convertirá en otro lastre adicional para la posible revaluación de las propiedades.

Un tema digno de mención es el de la regulación. Se ha dicho una y otra vez que ésta no era suficiente y que eso fue aprovechado por los bancos estadounidenses. En mi opinión, sólo quienes no han trabajado para una empresa financiera regulada se atreverían a hacer esa aseveración. La regulación es abundante y opresiva. En términos de cantidad, es más que suficiente. Su orientación está, sin embargo, absolutamente errada.

La regulación bancaria estadounidense se da con base en reglas, más que en principios. Esto quiere decir que hay libros y libros con miles de reglas que todo banco, casa de bolsa, administrador de fondos o banco de inversión tiene que seguir.

Estas empresas gastan muchos cientos de millones de dólares al año pagándole a abogados y consultores para cumplir con las reglas. Pero mientras más de éstas hay, más preciso se hace el mapa que tienen que seguir estas instituciones para hacer lo que quieran. Saben que siempre y cuando no violen específicamente una regla, no serán sancionadas. Para cumplir con las reglas tienen ejércitos de abogados trabajando en casa. ¿Qué implicaciones tiene esto?

Primero, la voluminosa reglamentación se ha vuelto en la principal barrera de entrada para nuevos bancos o intermediarios. Éstos tienen que gastar una fortuna solamente en sus áreas de cumplimiento antes de poder realizar negocio alguno. Segundo, son fuente de colosales conflictos de interés. Es muy común ver a altos

ejecutivos de 1 a **sec** (Securities Exchange Commission, la comisión gubernamental a cargo de la regulación del mercado de valores), por ejemplo, que después de pasar años haciendo currículum en la burocracia se mudan al sector privado, cobrando sueldos multimillonarios por llevar áreas de cumplimiento. Esto acaba blindando a los grandes bancos, capaces de generosas contrataciones, pues el regulador lo último que quiere es cerrarse las puertas en éstos y después muestran su capacidad de ser estrictos y severos reguladores con los pequeños intermediarios.

Las reglas actuales están diseñadas para resolver crisis pasadas y los arquitectos de éstas van siempre muchos pasos atrás de la industria, capaz de innovar a un ritmo acelerado. A la larga, la única forma de regular con eficiencia será cambiando la regulación de reglas a principios. Es decir, un sistema en el que el regulador entienda cuál es el espíritu de lo que se intenta hacer y el riesgo implícito en hacerlo. Esto debe llevar a

que haya muchos menos reguladores, pero mucho más sofisticados y con compensaciones similares a las que obtendrían trabajando para los grandes bancos. Eso sí, también tendrían una prohibición expresa de trabajar en el medio financiero después de trabajar para regulador alguno.

## **CATALIZADORES E INVERSIONES**

Me parece que sería decepcionante para algunos lectores si no toco el tema de las inversiones. Lo haré sin profundizar demasiado para no aburrir a quienes no afecta el tema. Sin embargo, si usted no es un inversionista, de cualquier forma le pueden resultar interesantes las reflexiones debido a que éstas tienen que ver con cuáles serán los catalizadores de la próxima crisis y por dónde podemos ver las señales de alarma.

Además de las áreas de riesgo sobre las que ya escribí, siempre hay la posibilidad de que surjan “cisnes negros”. Es más, con certeza serán éstos los que mayor influencia

tendrán determinando la trayectoria de lo que viene. Hemos expuesto temas económicos, pero también hay cambios trascendentes en el equilibrio geopolítico cuyo impacto resulta difícil de ponderar. En mi opinión, vista en retrospectiva, la invasión de Estados Unidos a Irak alteró en forma definitiva la relación entre los grupos chiitas y sunitas en el Medio Oriente. Al derrocar a Saddam Hussein —un dictador sunita— en Irak, se permitió que la influencia de Irán creciera en la zona, tanto con la mayoría chiita en el propio Irak, como con chiitas discriminados en países donde son mayoría y que tienen dictaduras sunitas como Bahrein, o aún más discriminados en países donde son minoría como Arabia Saudita, todos ellos países petroleros con una extraordinaria importancia en la economía mundial.

Las condiciones se vuelven aún más impredecibles si incorporamos los levantamientos sociales ocurridos en Túnez, Egipto, Libia y otros países. Si bien estos movimientos son potencialmente

positivos, es un hecho que los dictadores imponían una especie de “identidad nacional” forzada en algunos países cuyo origen fue artificial.

Por un lado, tenemos levantamientos en naciones reales que llevan mucho de existir y con poblaciones razonablemente homogéneas como Egipto, Túnez, Marruecos e Irán, y países a los que Thomas Friedman —el columnista del *New York Times*— denominó “tribus con bandera”, típicamente creados artificialmente por los ingleses, como Kuwait, Qatar, Jordania, los Emiratos Árabes Unidos, Yemen, Siria, Libia y Bahrein. Éstos son países en los que coexisten diferentes clanes, que arrastran añejos rencores y su vínculo en común es contar con gobiernos autoritarios que reprimen cualquier reclamo de igualdad.

Estamos a años de comprender la evolución política que resultará de los levantamientos sociales en el mundo árabe. Éstos distan mucho de parecerse a los que ocurrieron en Europa del

este alrededor de la caída del muro de Berlín (aunque aún en ese caso hubo tiranos que cedieron el poder como Gerlach en Alemania y otros que intentaron aferrarse a él reprimiendo violentamente las protestas, como Ceaucescu en Rumania). A corto plazo, los grupos en el poder decidirán qué estrategia seguir para resistir las demandas por cambio y aferrarse al poder. Algunos, como Siria, parecen proclives a recurrir a la represión masiva; otros, como Arabia Saudita, se inclinan por la compra de lealtades, al corromper, también masivamente, a sus jóvenes repartiendo más de 36 000 millones de dólares entre su población (de 26 millones en total, aunque el grueso de los principales empleos profesionales los realizan 6 millones de trabajadores que han migrado temporalmente). Es éste el único país cuya estabilidad, si se ve amenazada, puede influir a corto plazo en los mercados debido a sus colosales reservas de petróleo (20% de las reservas mundiales) y a su peso en el mercado mundial de hidrocarburos. Este reino peculiar en el cual una familia con 22 000 miembros, la al-

Saud, le da su nombre a un Estado, tiene una población compuesta 70% por jóvenes. El reino de Abdullah está rodeado de países en conflicto revolucionario y él confía en que el poder del dinero, más el irrefutable apoyo estadounidense, más la salvaguarda de los sitios sagrados de La Meca y Medina, serán suficientes para mantener el *statu quo*.

Israel es quizá el país más afectado y confundido por esta nueva realidad y enfrenta decisiones cruciales de política exterior para adaptarse a ésta. De eso hablo más adelante. Esto ocurre en un momento en el cual su tradicionalmente férrea relación con Estados Unidos está en un punto un poco más incómodo debido a que la presidencia estadounidense no está en manos de republicanos sino de demócratas. Y es ese equilibrio el más complejo.

¿Cómo puede Estados Unidos dejar transparentemente claro que sigue siendo el principal aliado de Israel y simultáneamente tratar

de avanzar en la formación de un Estado palestino que le quite presión a su relación con el mundo musulmán? ¿Qué va a hacer para conjurar el peligro de que Irán surja como el primer Estado fundamentalista musulmán armado con un arsenal nuclear, lo cual precipitaría una carrera armamentista en Medio Oriente? ¿Cómo podrá mostrar su lealtad a estados que han sido aliados incondicionales (Arabia Saudita, Bahrein) después de haberle dado la espalda a un amigo (Mubarak) y evitando parecer cómplice de graves violaciones a derechos humanos? Todas estas preguntas no tienen respuestas ni remotamente sencillas, porque cualquier respuesta implica balances frágiles entre costos y beneficios.

Este escenario afecta potencialmente en dos formas distintas. Primera, hace que exista la posibilidad de una interrupción en la oferta de petróleo que sea ocasionada por algún conflicto militar en la zona (¿Israel vs. Irán?) o por una guerra civil. Pero dejemos de lado a los cisnes

negros y a las crisis geopolíticas, sin que por hacerlo parezca que pensemos que su influencia no será determinante. Creo que, resumiendo mi opinión, hay dos elementos evidentes en el entorno económico actual que presentan los mayores riesgos yendo hacia delante. Uno es inminente y se materializará entre 2011 y 2013 con creciente vigor: el alza en las tasas de interés. El otro ocurrirá, creo yo, tarde o temprano: la implosión de la economía china. Empecemos con el primer factor y sus implicaciones.

Muchas veces me resulta curioso hablar con inversionistas que se sienten extraordinariamente sofisticados e inteligentes porque llevan años de tener rendimientos atractivos y los han conseguido invirtiendo en el mercado de bonos estadounidenses de alta calidad crediticia (bonos del tesoro o deuda emitida por grandes multinacionales, por ejemplo). Dado el entorno, ese éxito no ha sido difícil de obtener, pues una baja en tasas funciona como cuando uno pasea en una bicicleta y tiene viento en la espalda,

empujándonos hacia dónde vamos. Es importante comprender que los ciclos en las tasas de interés en Estados Unidos son extraordinariamente largos. El más largo en los últimos 200 años fue entre 1842 y 1900, periodo en el cual las tasas de interés de largo plazo (a 10 años, por ejemplo) estuvieron a la baja; el más corto se dio de 1900 a 1920, en el cual aumentaron.

El punto más bajo en la tasa de un bono del tesoro a 10 años se dio en 1946 (2.09%) y el más alto en 1981 (14.14%). Desde 1981, hemos visto una gradual disminución en tasas que llevó a que un bono del tesoro estadounidense a 10 años pagara menos de 3% a fines del año pasado.

¿Por qué hemos visto tasas tan bajas? Primero, porque la inflación ha ido desapareciendo por los factores de globalización e incorporación de mano de obra barata de países muy poblados como China y la India, como expliqué al principio del libro. Más recientemente, es la consecuencia de la falta de crecimiento. Si en la

economía estadounidense crece el ahorro, tanto el que proviene de individuos (conforme las familias endeudadas tratan de rehacer su golpeada situación financiera) como el que generan las empresas porque no están invirtiendo (pues siguen teniendo mucha capacidad que instalaron en los años de *boom* económico y que permanece sin uso), este ahorro se tiene que estacionar en alguna parte y provoca alta demanda por bonos. Si además hay cierto nerviosismo porque el panorama es incierto, los inversionistas estarán más preocupados por recibir su dinero de regreso que con el retorno que obtienen al invertirlo (como dicen en inglés: “the return of the capital, not the return on the capital”). Por otro lado, hemos hablado de los enormes desbalances internacionales que han provocado la acelerada generación de reservas internacionales en los bancos centrales. Éstas también se tienen que estacionar en algún lado y un bono del tesoro estadounidense se percibe, todavía, como el menor riesgo posible. Recuerden lo que dije antes. Los bancos centrales son, ante

todo, bancos, y, por ello, lo que buscan es que la composición de sus reservas refleje la composición de su comercio internacional, y el dólar es la moneda dominante en las transacciones comerciales.

En forma preocupante, sin embargo, en las últimas emisiones de bonos del tesoro estadounidense, ha sido la propia Reserva Federal el principal comprador de éstos, comprando hasta 70% de una emisión. Una pregunta muy relevante en este momento, cuando el segundo programa de “relajamiento cuantitativo” (**QE2**) está por llegar a su fin este verano, es quién sustituirá esa demanda o, más importante, a qué precio estarán dispuestos otros a llenar ese vacío. Además de este factor, hay dos motivos relacionados con la abundancia de ahorro que pueden hacer que las tasas de interés suban. Primero, las empresas podrían empezar a utilizar su “ahorro” si comienzan a invertir. Esto quiere decir que una de las razones de que las tasas

estén en niveles tan bajos tiene que ver con la recesión misma que ha llevado a que haya un exceso de oferta de “ahorro” y también una falta de demanda por crédito. Si la economía se empieza a recuperar, las empresas invertirán y habrá menos “ahorro” de éstas para comprar bonos en el mercado y aumentará su demanda por crédito para financiar sus proyectos.

A diferencia de lo que ocurría antes, sin embargo, ahora tendrán colosales competidores por ese crédito: el gobierno estadounidense y todos los otros gobiernos deficitarios del mundo. Algunos, como Japón por ejemplo, generan ahorro privado que permite que el gobierno se financie; otros, como España, necesitarán importar capital del extranjero por cantidades que equivalen a alrededor de una décima parte de su ingreso nacional anual. Además del fin del programa de “relajamiento cuantitativo” de la Reserva Federal, la tendencia a apretar la política monetaria (y subir tasas de interés) se empezó a dar antes en el Banco Central Europeo, en el de Japón, en el de

China, en el de la India, Brasil, México y muchos otros países que empiezan a sentir la presión inflacionaria que proviene tanto de la recuperación económica internacional (que encarece los precios de materias primas) como de la inestabilidad en Medio Oriente y del impacto del cambio climático en el precio de los alimentos.

Aquí cabe una aclaración relevante. La gente piensa que un alza en el precio de alimentos y petróleo genera igual presión a economías industrializadas que a las que no lo son; esta concepción está equivocada. En países como los de América Latina, un alza en el precio de los alimentos se refleja instantáneamente en la canasta básica y produce inflación. Un país como Estados Unidos, por ejemplo, procesa la gran mayoría de los alimentos que consume. Eso lleva a que el componente más relevante en el precio final sea el costo de mano de obra mucho más que el de la materia prima en sí. Sin embargo, ciertamente el aumento en el precio de combustibles tiene un

fuerte impacto en este país, pues la gente depende de su automóvil más que del transporte colectivo, por lo que un alza en el precio de la gasolina se comporta como si aumentaran los impuestos, reduciendo la capacidad de consumo de las familias.

Muchos *metaoptimistas* se alegran por la aparición de señales de recuperación económica, pero las ven como si éstas pudiesen coexistir con el ambiente de tasas de interés históricamente bajas. Eso será imposible. Si empieza a haber crecimiento económico, aumentará la demanda por recursos económicos (crédito) y, por ende, su costo. En estas reflexiones hay que ver siempre a la tasa de interés como el precio del dinero. A más demanda, tasas más altas. En medio de una recesión, nadie necesita financiar proyectos de inversión y nadie consume. Cuando las cosas se ven mejor, surge la demanda y aumenta el precio.

Y lo mismo podemos decir para los chinófilos

crónicos. Si China reevalúa su moneda, o si logra darle la vuelta a su modelo económico y en efecto logra sustituir su dependencia total de exportaciones construyendo una clase media y un mercado interno, eso implicaría que acumulen menos ahorro. Lo que se genera de ingreso o se gasta o se ahorra; no se puede hacer crecer ambas cosas a la vez (particularmente si consideramos que aun los más convencidos admiradores de China ven, en el mejor de los casos, una reducción en las tasas de crecimiento anual de esa economía). A mayor consumo, menos ahorro y menor exportación de ese ahorro a mercados desarrollados como los de Estados Unidos y Europa.

En mi opinión, entonces, estamos viendo el inicio de un ciclo de alza en las tasas de interés que podría durar décadas. Quizá el riesgo más real que enfrenta la economía mundial es una posible “suspensión de pagos” de la deuda estadounidense (un *default*). Ésta, sin embargo, sería muy diferente a cualquiera que hayamos visto en

las últimas décadas, pues Estados Unidos siempre tiene la posibilidad de imprimir más dólares. El *default*, entonces, ocurre por medio de una devaluación de la moneda y con inflación si no se corrigen las causas estructurales del colosal déficit fiscal estadounidense.

Pero en ese caso, también ese fenómeno provocaría tasas de interés nominales mucho más altas que las actuales (aunque si hay inflación, las tasas reales podrían ser mucho menores o incluso negativas).

A corto plazo, el mayor riesgo al enfrentar este problema proviene de que será muy difícil lograr consenso sobre cómo cerrar el déficit y bajar el endeudamiento público en un entorno en el que los republicanos creen que basta con simplemente reducir el despilfarro del gobierno (pero sin tocar gasto militar, Seguro Social, *Medicare* o *Medicaid*, que componen el grueso del gasto, junto con el pago de intereses sobre la deuda), y demócratas que creen que sólo el 2% más rico de

la población debe pagar los platos rotos, impulsando a crear la copia de los fallidos modelos europeos de Estado benefactor. Ambos se equivocan, pues el problema es de tal tamaño que requerirá tanto de aumento en la recolección de impuestos como de reducir gastos superfluos, incluyendo todas las categorías en el recorte. La dificultad política proviene de la brutal polarización de la opinión pública estadounidense. En mi opinión, ésta se ha dado como reflejo de la evolución de los medios de información. Cuando había, por ejemplo, tres cadenas de televisión nacionales, uno se tenía que sentar a ver un noticiero en el cual había todo tipo de opiniones. Hoy, la gente escoge el contenido que ve y escucha. Una persona conservadora verá noticieros de Fox, verá programas de Bill O'Reilly, escuchará a Rush Limbaugh en el radio y leerá un blog de Glen Beck; una persona liberal verá noticieros de **msnbc**, verá programas de Bill Maher o Jon Stewart, escuchará *Air America* en el radio y leerá el *Huffington Post*. En ambos casos, la gente se va

haciendo más y más extrema conforme sigue oyendo su misma opinión una y otra vez. Esto lleva a que también los políticos moderados desaparezcan, pues el electorado potencial se encuentra en los extremos y no hay capital político que pueda ganarse con la moderación Recordemos simplemente lo que le ocurrió a los legisladores demócratas de distritos conservadores (a los que se les denomina *blue dogs* en el argot político estadounidense) que apoyaron la reforma de salud del presidente Obama, ninguno de ellos logró reelegirse en las elecciones legislativas de 2010.

Cuando el alto endeudamiento de gobiernos (Japón, Reino Unido), individuos (Estados Unidos) y empresas (España) en países industrializados es el principal problema que enfrenta hoy la economía mundial, un alza en el costo de la deuda constituye un problema fundamental que se volverá un lastre para el crecimiento, provocará volatilidad en los mercados financieros y puede ser la base

para la siguiente gran crisis.

Como dije antes, veámoslo simplemente en el caso del mercado inmobiliario estadounidense. Si se dice que hay 3.7 millones de propiedades en venta, otras tantas en proceso de embargo y 2.4 millones más que tienen apenas un colchón de capital de 5%, un alza más agresiva en las tasas de interés provocará otro desplome en el precio de las casas. Si hoy una de cada cuatro casas vale menos que el valor de la hipoteca con la que ésta se adquirió, esa proporción seguirá creciendo.

Por ello, creo que el catalizador más probable de la siguiente crisis será la segunda caída en el precio de los inmuebles. Si tomamos 1987 como año base, pensando que en ese momento los precios de inmuebles no estaban sobrevaluados, el precio de las casas ha subido 25% más que la inflación a nivel nacional y 40% más en las 20 ciudades más grandes. Para simplemente regresar al nivel de 2000 (quizá ya un poco inflado, justo antes de que

reventara la burbuja de la internet), tendrían que caer los precios 8% de su nivel actual. Pero en mis casi 30 años en los mercados financieros, nunca he visto una burbuja que se corrija sin exagerar la corrección y es justo eso lo que creo que va a ocurrir, así que no me sorprendería ver una caída adicional de 25%.

Y es por ese mismo fenómeno por el que creo que la economía española se verá forzada a pedir ayuda. Los balances bancarios, que hoy contabilizan sus enormes inventarios de propiedades a costo de adquisición, tendrán que reflejar eventualmente los precios de mercado de los inmuebles. Esto generará pérdidas de capital en la banca española de entre 50 000 y 100 000 millones de euros y generará la quiebra de algunas constructoras y desarrolladores que a fines de 2010 tenían 439 000 millones de euros de crédito de la banca española.

Según el **bis** (Bank of International Settlements), el precio del metro cuadrado de vivienda aumentó

en España 106% (en términos reales, es decir, quitando el efecto de la inflación) desde que adoptaron el euro hasta el pico del mercado en junio de 2007. No hay motivo para pensar que hay alguna razón estructural para justificar un incremento en los precios. Es más, si consideramos el altísimo nivel de desempleo y la enorme presión deflacionaria que provendrá de los programas de austeridad impuestos por el gobierno, sería incluso lógico justificar una baja hasta llegar a precios reales (quitando inflación) inferiores a los que había antes que adoptaran al euro como moneda. Si los precios se han ajustado 18%, sería razonable esperar una baja adicional de 40% o más. Además, hay que considerar el efecto que provocará el incremento en el costo de las hipotecas españolas, usualmente indizadas a la tasa de mercado de dinero Euribor, cercana a 2% en este momento y claramente al alza.

Los bancos tanto en España como en Estados Unidos, nuevamente, serán los grandes perdedores

por el ajuste inmobiliario. En un caso porque la corrección apenas comienza y en el otro porque será motivada por tasas más altas. Además de estar expuestos al mercado inmobiliario, conforme los niveles de desempleo se mantengan altos (crecientes en el caso español), esa situación afectará su cartera de crédito al consumo (tarjetas de crédito, crédito automotriz, etc.)

Adicionalmente, la rentabilidad bancaria se verá afectada conforme la nueva regulación les exija mantener niveles de capitalización más altos; a menor apalancamiento, menor rentabilidad.

El segundo gran riesgo evidente es la implosión china. En mi opinión, como dije antes, la inflación es la aguja que puede reventar esa burbuja y ésta ha hecho su aparición. Como ya expliqué, difícilmente veremos que el gobierno chino tome medidas tajantes para reducir la presión inflacionaria, pues hacerlo podría afectar al crecimiento de la economía china en un importante año político. Es justo esa combinación de eventos lo que puede hacer que las autoridades

chinas se arriesguen a dejar que se acumulen distorsiones causadas por subsidios, controles de precios y otras medidas que pueden volverse importantes lastres para el crecimiento posterior a la XVIII Convención del Partido Comunista Chino que se celebrará en el otoño de 2012.

Mantendrán el *statu quo* en vez de apresurarse a dejar que su moneda se aprecie para reducir su dependencia del modelo exportador y así dejar que los salarios aumenten de acuerdo al mercado para fortalecer el poder adquisitivo de la población. Eso permitiría desarrollar un mercado interno fuerte que generaría menos ahorro. Esto detendría la transferencia que se hace de familias e individuos sin representación y poder político a favor de corporaciones y bancos con conexiones poderosas en el gobierno. Las familias ahorran y reciben poco por su ahorro (tasas reales negativas, considerando la inflación), los salarios crecen más lentamente que la productividad y tanto el financiamiento barato como los bajos salarios favorecen a las empresas.

En forma increíble, la participación de las familias en el **pib** chino no llega a 50% y difícilmente llegará debido a la carencia de redes de seguridad social que fuerzan al alto ahorro. En medio de todo el progreso chino, el consumo de las familias como proporción de la economía total ha bajado. Por una parte, no construirán una red social de hospitales y planes de pensiones de la noche a la mañana; por otra, si vemos una caída en el mercado inmobiliario, habrá un efecto de riqueza negativo (la gente se sentirá menos “rica”) y eso provocará que disminuyan aún más su consumo. En una u otra forma, es iluso pensar que la demanda proveniente de consumidores chinos será lo que estimule el crecimiento de la economía mundial.

Pero, como dije antes, serán los enormes excedentes en la capacidad productiva los que lleven a la implosión de la economía conforme la falta de rentabilidad de los proyectos se traduzca en cartera vencida en los bancos estatales. Si entre 2000 y 2008 se requería de 1.5 unidades de

crédito por cada unidad de **pib**, hoy se requiere de siete. El punto más bajo en Estados

Unidos fue en 2008, cuando se requería de cuatro dólares por cada dólar de crecimiento.

Las consecuencias de la implosión china dependerán de la magnitud de ésta. Si de lo que estamos hablando es simplemente de una reducción del crecimiento de cerca de 10 a 3 o 4% a tres o cuatro por ciento, lo que veremos es mucho menor demanda de materias primas como hierro, cobre, carbón y otros minerales.

Seguramente, China tendría que utilizar parte de sus recursos para recapitalizar a sus bancos, lo cual aceleraría también el alza en las tasas de interés internacionales.

En mi opinión, aun antes de reconocer que el modelo se agota, el gobierno chino acelerará la adopción de medidas proteccionistas para ayudar a su industria exportadora y eso ocasionará una guerra comercial con países como Estados Unidos,

la Unión Europea y Brasil.

¿Y cómo proteger el ahorro en un entorno así?

Por si éste no fuese suficientemente complejo, hay que considerar que es posible que aun ocurriendo lo que pienso esto podría provocar diferentes tipos de consecuencias. Por ejemplo, podría haber una implosión del modelo chino que simplemente generara enorme presión deflacionaria mundial por el uso de la enorme capacidad industrial que están creando y por un desplome de la demanda proveniente de ese país como consecuencia de la crisis. En un caso así, podríamos incluso ver una nueva caída en las tasas de interés nominales como resultado de una menor inflación y de mayores excedentes de ahorro chino (aunque quizá, antes de eso, veríamos enormes medidas proteccionistas del resto del mundo).

Por ello, éste no es un momento para tomar grandes riesgos o para hacer apuestas agresivas.

Es enteramente posible que veamos que se rompan tendencias primarias que llevan décadas de existir. Entornos tan inciertos como éste validan por qué nunca es buena idea invertir tratando de adivinar la dirección en la que se moverán los mercados financieros. Más que nunca, son momentos en los que es importante diversificar y tomar riesgo en forma estadísticamente prudente, diversificando ampliamente entre diferentes clases de activo que reaccionen en forma distinta ante el mismo evento.

En mi opinión, sin embargo, hay algunos temas que es importante cuidar:

## BONOS

Después de décadas de ganar en los mercados de bonos, el movimiento en tasas de interés estará probablemente en nuestra contra. La posición fácil sería simplemente invertir a corto plazo para evitar que los bonos que uno tiene bajen de precio conforme las tasas suban. Sin embargo, esta estrategia puede ser la peor de todas, pues es posible que sigamos viendo que las tasas de corto plazo se mantengan artificialmente bajas por la decisión de los bancos centrales. Si se da un entorno inflacionario, mantenerse invertido a plazos cortos podría garantizar una tasa de interés en la inversión que sea inferior a la tasa de inflación (es decir, una tasa real negativa). Pero si invertimos a plazos mayores a cinco años, cada vez que suban las tasas de interés veremos una baja pronunciada en el precio de los bonos en los portafolios de inversión. Éste puede ser un entorno poco propicio para invertir en fondos de bonos. Estos fondos estarán entre la espada y la pared, ya que pueden resentir una y otra vez la

baja en los precios de los bonos en sus portafolios conforme las tasas vayan subiendo y a la vez tienen que mantener una parte del portafolio invertida a corto plazo para hacer frente a las demandas de liquidez de sus inversionistas.

Además de diversificar entre bonos que tengan diferente calidad crediticia, una estrategia probable podría ser invertir en bonos a cinco años escalonando los vencimientos. Si se va a invertir 100 unidades, invierto 20 a uno, 20 a dos, 20 a tres, 20 a cuatro y 20 a cinco años, y cada vez que la quinta parte vence, la invierto a cinco años a la tasa en el mercado en ese momento, escalonando así mis vencimientos a la tasa en ese momento. Gradualmente, el portafolio se irá adaptando al entorno de tasas al alza.

## **¿DÓLAR O EURO?**

Ésta es la pregunta más difícil de responder. En un extremo, sería lógico esperar que el dólar se vaya

devaluando gradualmente contra las otras monedas del mundo. En un caso de crisis extrema, sin embargo, el ahorro se refugiará siempre en el dólar. Quizá la pregunta más difícil es: ¿Qué moneda será más fuerte que el dólar? ¿El euro, el yen, el franco suizo, el renminbi, el real? En todas estas puedo ver algún entorno que puede ser problemático. La lógica debe basarse en pensar en qué moneda va uno a medir el desempeño del portafolio de inversiones y no se vale cambiarla a mitad del camino. En mi opinión, la gente en América Latina siempre debería medirlo en dólares, la moneda fuerte de la región. Eso implica que toda salida del dólar a otras monedas se hace con el objetivo de generar más dólares. En mi opinión, no es prudente tener más de un tercio del portafolio total fuera de la moneda de referencia.

¿Y el euro? Los problemas de deuda soberana en los países de la periferia continuarán. Eventualmente, veremos una suspensión de pagos negociada al menos para los casos de Grecia,

Irlanda y Portugal. Pero los problemas de España, Italia, Bélgica y otros países harán que el euro sea una moneda inestable. Mientras más fuerte esté, más problemas les genera a los países de la periferia, pues subraya su baja competitividad internacional. Es difícil tomar en serio a una moneda con tantos problemas y con un banco central que siempre está entre la espada y la pared, léase, que siempre está entre lo que le conviene al fuerte, es decir, Alemania (con alto crecimiento, sólida competitividad y gran capacidad exportadora) y lo que le conviene a los débiles.

## LOS MERCADOS EMERGENTES

Una primera pregunta relevante es cómo puede darse un aterrizaje suave de la economía china sin provocar un desplome del resto del mundo. En esa ecuación, los países emergentes serían por mucho los más afectados.

Mucha gente cree que los problemas de los países

desarrollados hacen que simplemente sean los países emergentes los que tomen la estafeta y que su crecimiento siga jalando al resto del mundo. Se olvidan de un factor fundamental. El crecimiento de éstos depende todavía del consumo de los países ricos. Incluso en el caso en que lo que ven es su dependencia de China, tienen que considerar que este país también depende, en última instancia, de la demanda de Estados Unidos, Japón y Europa.

En 1997, cuando Jeffrey Sachs era profesor de economía en la Universidad de Harvard, hizo un estudio sobre la relación entre abundancia de recursos naturales y crecimiento económico. El interesante análisis comprueba para el periodo entre 1970 y 1990 lo que históricamente se ha confirmado una y otra vez: los países con abundantes recursos naturales crecen menos que quienes no los tienen. Esto ha ocurrido desde los años cuando un país sin recursos naturales como Holanda crecía mucho más que España a pesar de la abundancia de recursos provenientes

de las colonias españolas. En el estudio en cuestión, economías ricas en petróleo como las árabes, Venezuela, México, Nigeria o Rusia, han crecido mucho menos que países sin recursos como Corea, Taiwán, Hong Kong, Singapur o incluso Suiza. Pareciera que el fácil acceso a generación de ingreso se vuelve un severo lastre para la modernización de las economías.

Éste sigue siendo el caso en 2011. Aun países que han hecho las cosas razonablemente bien, como Chile, siguen teniendo una dependencia poco sana de la exportación de cobre, y para países como Brasil será infinitamente más difícil hacer la transición a la siguiente etapa de crecimiento en el ingreso, pues para ésta se requerirá de importantes cambios estructurales hoy políticamente improbables (por no decir imposibles).

Aun cuando los mercados emergentes difícilmente serán el catalizador que origine la siguiente crisis, muy probablemente la agravarían. Los países emergentes se han beneficiado debido a que el

sector privado de los países ricos les ha transferido riqueza. En general, dado que han tratado de evitar una revaluación excesiva de sus monedas, han provocado un fuerte crecimiento en sus acervos de reservas internacionales. Esto ha hecho que las tasas de interés en sus monedas locales crezcan menos de lo que debían y eso se ha reflejado en una rápida expansión en el precio de los activos locales y particularmente de los bienes raíces. Ya es más caro el espacio de oficinas en Rio de Janeiro que en Manhattan y el precio de un condominio en Santiago es mayor que el de uno en Chicago o Miami. Evidentemente, esa comparación se ve fuertemente influida por la debilidad del dólar estadounidense. La tendencia se ha acentuado conforme crece el flujo de inversión que va a hacia ellos porque resultan atractivos por su combinación de salud fiscal y con tasas de interés nominales más altas que en los países desarrollados y monedas revaluándose en relación al dólar. Según el Fondo

Monetario Internacional, el crédito per cápita casi

se ha duplicado en Colombia, Brasil, la India, Turquía e Indonesia, condición que alimenta el *boom* inmobiliario en estos países. Pero, como el propio **fmi** indica, estas expansiones son similares a las que se han experimentado en ciclos previos de explosión crediticia y posterior desplome económico.

Si bien los mercados han descontado que crecerá la participación de los países emergentes en el crecimiento de la economía global, creo que éstos han desaprovechado la oportunidad para incrementar su productividad y hacer reformas estructurales. En mi opinión, hemos visto la mejor parte del ciclo en la inversión en mercados emergentes. La inversión en países como China presentará los problemas que he expuesto. La India tendrá que lidiar con la alta inflación y con sus eternos conflictos con Pakistán. En este país, además de Argentina, Brasil e Indonesia, vemos generación de producto que está muy por encima del punto en que estaba antes de que comenzara la crisis, pero están siendo

afectados por presión inflacionaria a todos los niveles. Provoca particular pena ver cómo en Argentina se quedaron, incluso, sin suficiente papel moneda (teniendo que recurrir a importar billetes que se imprimieron urgentemente en Brasil) para hacer frente a la demanda transaccional por pesos argentinos ante la absurda costumbre de ese irresponsable gobierno a subestimar sistemáticamente las cifras de inflación.

Brasil mostrará las limitaciones de su modelo económico y lo que pasa por rehusarse a encarar sus problemas estructurales, como el colosal tamaño de su gobierno. Si China tiene problemas, Brasil será un gran perdedor por el efecto en sus exportaciones de materias primas. Perú crecerá menos conforme su complejo entorno político se traduzca en mayor exigencia de rentabilidad en las inversiones, además de que fuerce a recordar los fortísimos problemas de inequidad social. Colombia puede beneficiarse si logra concretar un tratado de libre comercio con

Estados Unidos, aunque tendrá que cabildear con inteligencia para aprovechar la pequeña ventana de oportunidad que se genera antes de las elecciones de 2012 conforme el presidente Obama trata de asumir posturas moderadas para atraer a electores independientes. Su crecimiento económico también estará posiblemente limitado (aunque a corto plazo la peligrosa abundancia de crédito haga parecer lo contrario) por un potencial deterioro en el mercado de materias primas y por el colapso de la economía venezolana. Chile seguirá siendo el adulto de la región, aunque la rápida oligopolización de su economía le va a pasar la factura pronto y por su reducido tamaño carece de peso específico en la clase de activo.

El caso de México merece mención especial. Es un país que ha mostrado disciplina fiscal y un manejo económico responsable, pero no ha logrado generar crecimiento económico sostenido. Por otro lado, muchas variables dependerán del resultado de la guerra contra el narcotráfico, del

año electoral que se avecina y de la voluntad política que permita hacer cambios estructurales, sin los cuales jamás será posible generar crecimiento al ritmo que se requiere.

## EL MERCADO ACCIONARIO

Si algo me ha impresionado en los años recientes de crisis económica ha sido la extraordinaria capacidad de ajuste y sofisticación de las grandes empresas estadounidenses y europeas (no incluyo a las de países de la periferia). Éstas han hecho todo lo que había que hacer: recortaron tanto personal como áreas de negocio que no tenían sentido, redujeron su deuda y fortalecieron sus balances, e invirtieron a tiempo en países emergentes. En muchos sentidos, las grandes empresas han probado ser los mejores fondos de inversión globales, capaces de optimizar los recursos que utilizan en cada uno de los mercados en los que están activas.

En un entorno como el actual, es un tipo de

inversión que presenta ventajas. Generalmente (repito, generalmente), es más fácil para las empresas incorporar aumentos en los precios de los insumos que éstas venden, así que pueden defenderse mejor en entornos inflacionarios. Igualmente, se protegen bien de devaluaciones. Casi la mitad de las utilidades generadas por las 500 empresas más grandes de Estados Unidos se generan fuera del país. Esto permite que en momentos en los que la economía estadounidense está bien se beneficien, y cuando está mal reciben la ayuda de que lo que generan en el resto del mundo, lo cual se traduce, típicamente, en más dólares (si la moneda se devaluó).

No todos los sectores se beneficiarán por igual. En los países desarrollados, por ejemplo, es difícil justificar invertir en el sector bancario por todas las razones antes expuestas. Sin embargo, creo que siempre hay que invertir algo en acciones y no creo en los ejercicios que se realizan para escoger qué comprar y qué vender porque estoy convencido de que los mercados accionarios

son muy eficientes, particularmente en los países más desarrollados (como Estados Unidos y el Reino Unido) donde hay muchos participantes, inversionistas institucionales profesionales, análisis sofisticado y donde la regulación controla temas de información privilegiada con mayor eficiencia. Por ello, sigo pensando que es extraordinariamente difícil “ganarle” a los índices que reflejan el desempeño del mercado, pues es muy poco probable que uno tenga más información de la que ya está incorporada en los precios de las acciones en el mercado. Sí, a veces habrá quien se crea capaz de anticiparse, pero su acierto o fracaso tendrá típicamente un mayor componente de suerte que de talento. En conclusión, creo que invertir por medio de la compra de índices es lo que ofrece mejores condiciones, porque además reduce el costo de invertir.

## MATERIAS PRIMAS Y ORO

A corto plazo, el aumento en la demanda por

ambos refleja el crecimiento en las expectativas de inflación.

Adicionalmente, la mayor demanda por oro se da debido al desencanto por la situación fiscal de los países industrializados. El oro es la única “moneda” que no es el pasivo de ningún banco central.

Los precios de las materias primas, según el índice de precios de materias primas del **fmi**, han aumentado 32% entre junio de 2010 y febrero de 2011. Esto refleja, entre otros muchos factores, el entorno económico que vivimos. Las bajas tasas de interés permiten que almacenar materias primas sea barato si se financia con crédito y que duela menos tener ahí el dinero parado, pues la tasa que alternativamente se obtendría con otras inversiones es poco atractiva. También refleja la debilidad del dólar, pues éstas cotizan en esa moneda. Si midiéramos en francos suizos o incluso en euros el desempeño de los precios, sería mucho menos impresionante.

La enorme acumulación de recursos naturales y de materias primas por parte de China responde a la incertidumbre geopolítica y a que no tiene mucho que hacer con tanta liquidez. Conforme los precios de materias primas aumentan, además, se deteriora su balanza comercial y eso lleva a que se reduzca la presión que proviene de sus socios comerciales para que revalúen su moneda. Sin embargo, para algunos analistas, la reciente adquisición de minas de cobre en Bolivia, Perú y Afganistán y de otras empresas productoras de materias primas en África, podría ser el equivalente a cuando los japoneses compraron Rockefeller Center en 1989, o los campos de golf de Pebble Beach en California justo antes de la debacle, volviéndolos a vender a entidades estadounidenses una década después.

Diversificar parte de un portafolio de inversión en oro y materias primas no es una mala idea. Pero la participación debe ser moderada. Cuando uno invierte en la acción de una empresa se obtiene un dividendo, un bono ofrece el pago de un cupón. Ni

las materias primas ni el oro pagan renta alguna (de hecho, uno paga por almacenar oro), la única ganancia se da por medio de la apreciación. Si las tasas de interés empiezan a subir, crece el costo de oportunidad de estar en un instrumento sin renta. Adicionalmente, creo que se están exagerando las expectativas de inflación en economías desarrolladas, pues no se considera el enorme problema de desempleo. Éste prevalecerá aun si se empieza a dar una recuperación. Por último, siempre existe la posibilidad de que bancos centrales ahorcados tengan que salir a vender sus reservas de oro.

## **¿BIENES RAÍCES?**

Creo que no tengo que extenderme mucho en este tema. Ustedes ya saben que soy más que escéptico sobre los bienes raíces como clase de activo, en general. Evidentemente, éste es un mercado que siempre tiene un fuerte componente local, por lo que puede resultar poco serio generalizar demasiado. Sin embargo, creo que

la mayoría de los mercados regionales de inmuebles se van a ver fuertemente afectados por el encarecimiento del crédito en los próximos años. En países con problemas fiscales, también les afectará la necesidad de los gobiernos municipales y locales de recaudar más. Usualmente, el cobro de impuestos prediales es uno de los más sencillos de justificar, pues se puede decir que ese dinero irá a parar precisamente a la comunidad donde se cobra.

En mi opinión, siempre hay que cuidar con detalle la razón que hay del precio de compra a ingreso de renta. Si compré una propiedad en 100 000 dólares y veo ésta como una inversión, tendré que poder rentar esa propiedad cuando menos en el retorno neto que obtendría invirtiendo los mismos recursos en bonos. Pero para calcular la cifra neta tengo que considerar el costo de la hipoteca, el costo de oportunidad que estoy sacrificando al tener el monto del enganche “parado”, el costo de impuestos y de mantenimiento mensual, más reservas para

mantenimiento mayor. Verán que hay pocos casos que pasen esta prueba a pesar de las bajas recientes.

## Conclusiones

### LOS CAMBIOS GLOBALES DE NUESTRO TIEMPO

En alguna ocasión, una lectora de mi blog me hizo la observación de que es fácil criticar sin proponer. Evitaré caer en eso haciendo algunas reflexiones no sobre cómo evitar la crisis, pues estoy convencido de que ésta es inevitable y, como dije al principio, deseable, pues sólo así se logrará vencer enormes resistencias a la adopción de medidas que son urgentes e indispensables.

En mi opinión, la comprensión de lo que está ocurriendo debe tener como objetivo el estar listos para aprovechar la breve ventana de oportunidad que se presentará cuando la gente se asuste ante las perspectivas de lo que viene. Como decía Mark Twain. “La historia no se repite, pero rima”. Estoy convencido de que ya tuvimos excelentes pero breves oportunidades para generar cambios profundos y relevantes sin violencia; un

par de ejemplos. Durante décadas, la política energética de Estados Unidos ha sido contraproducente. Es el país industrializado que paga menores impuestos sobre la gasolina y el mayor consumidor del mundo de este energético. Su creciente consumo, sin embargo, provoca alzas en los precios de los combustibles y llena las arcas de países “enemigos” como Irán o Venezuela. Pensar, sin embargo, en imponer un nuevo impuesto a la gasolina sería políticamente suicida. Hubo un momento en el que se hubiera podido hacer y hubiera sido aprobado por avasalladora mayoría: justo después de los ataques terroristas del 11 de septiembre. El pueblo estadounidense tiene una admirable disposición para cerrar filas detrás del presidente en turno — sea del partido que sea— en casos de amenazas externas. Sin embargo, el haber tenido a un tejano — muy cercano a la industria petrolera— en la Casa Blanca imposibilitó aprovechar esa preciosa oportunidad. Posteriormente, la crisis bancaria y crediticia de los últimos años presentó la posibilidad de reformar de fondo al sector

financiero estadounidense, partir a los bancos que son demasiado grandes, e imponer mayor transparencia en la situación financiera de éstos, incluso pudo ser un buen momento para proponer aumentar edades de retiro, racionalizar los *entitlements*, o muchas otras reformas complejas. La colusión de Bush con los banqueros y la posterior tibieza crónica de Obama impidieron sacar beneficio alguno de la crisis.

Una pregunta crucial, si afirmo que China no es el país del futuro, ¿quién lo será? Por sus tamaños relativos, países como Singapur tienen una importancia marginal y países emergentes como Brasil o India están a años luz de esa categoría y aún tendrán que sortear obstáculos titánicos. Creo que también le queda claro que no creo que vaya a ser Europa, cuyas crisis de deuda soberana continuarán muy pronto, que se rehúsa a resolver los gigantescos desbalances en la competitividad entre unos y otros miembros de la eurozona y que ha hecho muy poco para

enfrentar un colosal problema demográfico. En mi opinión, el país del futuro será (escuche el redoble de los tambores) Estados Unidos. A pesar de la enormidad del reto que enfrentan los estadounidenses, el mayor en cuando menos tres cuartos de siglo, estoy de acuerdo en lo que alguna vez dijo sir Winston Churchill (hijo de una estadounidense) sobre ellos: “Lo que más me gusta de los estadounidenses es que siempre acaban haciendo lo que es correcto, sólo que antes les gusta agotar todas las otras alternativas”. Es justo en ese proceso en el que se encuentran. Hacen un error tras otro, pero dando algunas señales (dije “algunas”, no “muchas”) de que están aprendiendo de ellos. Esto es mucho más de lo que puede decirse de los europeos, quienes parecen convencidos de que la realidad se acabará acoplando a sus errores para volverlos aciertos.

Entre las muestras que vemos, de repente hasta la inclusión de más de 80 nuevos representantes republicanos en el Congreso, muchos de ellos simpatizantes con el Tea Party, es que está

haciendo mucho más difícil que grupos de interés impongan su voluntad en procesos legislativos, pues estos novatos están (todavía) limpios de compromisos con éstos. Ésa es la ventaja de la democracia (y más de una repleta de organizaciones civiles): es capaz de evolucionar.

Estados Unidos enfrenta un punto coyuntural que definirá su futuro. Es un país que tiene que regresar a hacer lo que tan bien hacía: atraer a aquellos en busca de una meritocracia. Eso funciona a dos niveles. Entre trabajadores no calificados, da acceso a algo que es infinitamente más valioso que la mano de obra barata; a aquellos trabajadores dispuestos a tomar riesgos para llegar ahí, a arribar a un país que no conocen y cuyo idioma no hablan y a salir adelante con su propio esfuerzo, buscando que sus hijos participen del sueño americano. En el nivel más educado, atrayendo al talento que viene del resto del mundo utilizando un imán extraordinario que proviene de tener las mejores universidades

del mundo. De acuerdo con un estudio realizado por el Instituto de Alta Educación de Shanghai en 2010,<sup>1</sup> 17 de las mejores 20 universidades del mundo son estadounidenses. En este grupo de excelencia educativa, las únicas universidades no estadounidenses son las universidades inglesas de Cambridge (lugar 5) y Oxford (lugar 9), y la Universidad de Tokio (en el 20). Entre las primeras 50, 34 son estadounidenses.

Ese sistema educativo es difícilmente replicable por muchos motivos. Primero, si bien en Europa hay universidades más viejas, en Estados Unidos se han desarrollado universidades que llevan cientos de años de funcionamiento ininterrumpido (Harvard 1636, William & Mary 1693, Yale 1701, Princeton 1746, Columbia 1754, por ejemplo), pero mucho más que eso, han logrado integrarlas en un proceso virtuoso con el sistema financiero más sofisticado del mundo. Lo explicaré con un ejemplo.

Hace algunos años conocí a un profesor e

investigador de la Universidad de Columbia, quien está a la vanguardia internacional en el descubrimiento de la cura para el Alzheimer. Él migró de Bélgica a Estados Unidos hace un par de décadas. En nuestra conversación asumí que él eventualmente querría regresar a Europa, donde seguramente tendría condiciones de trabajo muy favorables. Su respuesta fue que nunca pensaría en regresar, pues su propósito era desarrollar la cura a ese mal y su única oportunidad de lograrlo está basada en rodearse de los científicos e investigadores más sólidos en sus respectivas áreas, gente que da el cien por ciento y en el momento en que deja de darlo hay una larga fila de investigadores capaces ansiosos por reemplazarlo. En Europa él estaría forzado a incluir a profesores numerarios, con una titularidad incontrovertible, que por su antigüedad en el puesto toman largas vacaciones y que están poco motivados, y donde además estaría imposibilitado para despedirlos por impedimentos sindicales. Él ve este proceso de investigación como una carrera contra reloj en

que sólo el más apto logrará llegar a la tierra prometida. ¿Y por qué tanta motivación? Sí, sin duda hay un componente que tiene que ver con el bien de la humanidad, el prestigio, los premios, pero también está el componente monetario. Quien logre encontrar la cura a esa horrible enfermedad que le roba sus recuerdos a millones de personas en todo el mundo, se beneficiará de un mercado que generará ingresos por cientos de millones de dólares.

En un caso así, la Universidad de Columbia le provee todo al profesor/científico a cargo del proyecto.

Tendrá laboratorios con cuantos equipos requiera, un equipo de los mejores especialistas y acceso a docenas de estudiantes de doctorado y posdoctorado que trabajarán en el proyecto. A cambio de tal apoyo, la universidad retendría algo así como 90% de los ingresos que genere el nuevo medicamento; el otro 10% va para el científico y su equipo. Considerando los cientos de millones

de dólares en cuestión, aun la décima parte es suficiente para hacerlos ricos por el resto de sus días.

¿Y qué hace la universidad con 90% que le toca? Apoya nuevos proyectos, hace más laboratorios, recluta a los mejores científicos y profesores disponibles en el mundo, que a su vez atraen a los estudiantes con mayor potencial (y cuentan con los recursos para becarlos), publican ensayos relevantes que son citados por los mundos académico y no académico, acumulando cada vez más prestigio, por ende más demanda por estudiar en éstas, etcétera. Es un ciclo virtuoso en el cual tienen recursos casi ilimitados y patrimonios colosales que llevan siglos acumulando.

Las universidades más prestigiosas de Estados Unidos son privadas, pero son entidades sin fin de lucro. Es decir que viven con sus propios recursos y no reciben subvenciones estatales. Reciben, también, muchos millones de dólares que provienen de la cultura filantrópica estadounidense

que lleva a que los ex alumnos donen, año con año, para ayudar a cubrir el presupuesto anual complementando el cobro de colegiaturas y los cuantiosos rendimientos que consiguen al invertir su patrimonio. No es poco común que gente egresada de la universidad o quienes admiran la actividad que ahí se realiza donen decenas de millones de golpe a veces para proyectos o fines específicos y a veces en forma irrestricta. Cada año en el que sus ingresos superan a sus gastos, el remanente va a engrosar una riqueza que no es de nadie y es de todos, es de la universidad.

Por ello, la Universidad de Harvard, por ejemplo, tenía a fines de 2010 un patrimonio de 27 557 millones de dólares. Eso quiere decir que tan sólo esta universidad va a generar alrededor de 2 000 millones de dólares en 2011 solamente con la inversión de su patrimonio (cuyo monto se redujo fuertemente por las pérdidas que tuvieron al invertir en 2009 y sin considerar todos sus ingresos adicionales que elevarían su

ingreso anual a alrededor de 3 500 millones de dólares). El simple producto de la inversión es superior a los 1 800 millones de dólares de presupuesto total de la universidad más grande del continente, con más de 315 000 estudiantes: la Universidad Nacional Autónoma de México. Harvard tiene 21 000.

En las últimas décadas, las maravillosas universidades estadounidenses han sido el enorme imán que ha atraído a los estudiantes más exitosos y motivados del mundo. Particularmente en el caso de los programas de posgrado, reciben a los mejores estudiantes que provienen del resto del mundo, escogiendo a los más aventajados, dándoles visas de trabajo y haciéndolos ciudadanos que eventualmente se quedaron en Estados Unidos. Si vemos algunas de las empresas más exitosas de los últimos años, muchas de ellas fueron fundadas por quienes originalmente migraron como estudiantes. Du Pont fue fundada por un francés en el siglo **xix**, Intel por un húngaro, eBay por un francés, Google por un ruso,

Pfizer por un alemán, Procter & Gamble por un inglés y un irlandés, **us** Steel por un escocés, Yahoo por un taiwanés y Sun Microsystems por un alemán y un hindú.

En 2010, alrededor de la mitad de los doctorados otorgados por las universidades en Estados Unidos se les dieron a estudiantes no estadounidenses, pero a diferencia de otros años el porcentaje de éstos que se retuvo fue el más bajo. Esto se debe a muchas razones. Primero, a que la dotación de visas de trabajo (tipo H-1) otorgadas por el Departamento de Estado son insuficientes; además, porque los estándares con los que se analizan las solicitudes se han vuelto más restrictivos ante la paranoia antiterrorista. Pero hay una diferencia fundamental. Ahora ha surgido competencia por esos estudiantes. El gobierno chino ha establecido mecanismos para atraer y compensar a estudiantes chinos egresados de programas de doctorado estadounidenses; otros países asiáticos como Singapur han

establecido enormes centros de investigación con generoso financiamiento estatal para tratar de competir en áreas concretas.

En mi opinión, esa tendencia durará lo que dure el espejismo del modelo chino. Éste es un momento poco adecuado para tomar una fotografía, pues estamos tomando un momento particularmente próspero en China (alimentado por burbujas) y otro particularmente recesivo en Estados Unidos; ni uno ni otro durarán indefinidamente. Habiendo dicho eso, es un hecho que el mundo ha cambiado y Estados Unidos tiene que darse cuenta.

Como siempre ha ocurrido en la historia de la humanidad, es en estos momentos cuando las sociedades demuestran sus fortalezas, pero también sus limitaciones. En Estados Unidos ha habido una peligrosa complacencia con respecto a la lenta formación de diferentes mecanismos de corrupción institucionalizada que se han arraigado en contiendas electorales y, posteriormente, en procesos legislativos. El

punto climático de este paulatino deterioro democrático se dio cuando la Suprema Corte de Justicia estadounidense decidió permitir los donativos procedentes de corporaciones para campañas electorales. Previamente, sólo individuos podían aportar y nunca más de 2 000 dólares por candidato. Esto provocaba agotadoras y arduas campañas electorales que eran fondeadas gota a gota. Ahora, la atención se volcará sobre las grandes corporaciones, con mucha mayor capacidad para financiar campañas. La lógica de la nueva regla provino, entre otros argumentos, del deseo de “balancear” el fondeo de campañas cuando hay organizaciones sindicales y gremiales que, debido a su alto número de afiliados, tenían enorme capacidad de influir en elecciones sin la posibilidad de que otras entidades compensaran desde el otro extremo del espectro político.

Todas las reformas que urgentemente necesita hacer Estados Unidos afectan a algún grupo de poder. Se requiere de reducir y racionalizar el

gasto militar, pero el eficiente cabildeo financiado por las poderosas empresas que proveen a esa industria imposibilitará cualquier voto por un presupuesto que vaya en esa dirección; urge reducir el costo de la provisión de salud, pero el cabildeo de aseguradoras, farmacéuticas y litigantes lo impedirá a toda costa; se tiene que hacer más pequeños a los bancos y exigírseles mayores reservas (que incidirán en menor rentabilidad), pero los grandes conglomerados financieros jalan los hilos de decenas de legisladores en todos los niveles. Por ello, si Estados Unidos no hace una reforma al financiamiento de campañas electorales, legislando para que sólo pueda hacerse con recursos del gobierno, los cambios serán demasiado lentos y, a veces, imposibles.

Estados Unidos tiene que reformar a sus fuerzas armadas. El ejército estadounidense ha sido ejemplo de capacidad organizativa y ha originado incontables desarrollos tecnológicos que hoy utilizamos en forma cotidiana,

como internet y los sistemas de navegación (**gps**). Sin embargo, le ha pasado lo que le ocurre a cualquier entidad o persona que tiene demasiado dinero en las manos, se vuelve derrochador e irresponsable. Las fuerzas armadas se han transformado en entidades con estructuras organizacionales donde hay demasiados jefes — con enormes equipos de gente— y, por ende, demasiado caras.

El papel de entidades como el Pentágono se ha vuelto puramente el de un área que busca más y más recursos. Compiten entre sí las diferentes ramas de las fuerzas armadas (ejército, marina, fuerza aérea, infantes de marina) buscando atraer el favor de empresas privadas —e indirectamente de legisladores— a partir de presentar proyectos caros que generen beneficio social más por el monto invertido que por la necesidad real de lo que se producirá.

Me parece que una pregunta crucial es cómo reinventar el rol de las fuerzas armadas en la

sociedad sin asumir la inocente posición de que es simplemente posible quitarles presupuesto e importancia y que tanto ellos como los colosales poderes fácticos que les respaldan se quedarán tranquilamente sentados observando.

Hay abundante evidencia de países, como Israel, que han logrado desarrollar en el ejército una cultura gerencial altamente formativa que se traduce en beneficios para un sector privado ávido de contratar oficiales medios. Se ha desarrollado una cultura poco jerárquica donde la autoridad se da más en función del liderazgo y capacidad de toma de decisiones que del rango. Como dice Dan Senor en el libro *Start-up Nation*: “En el ejército estadounidense el saludo se hace al rango, no a la persona”,<sup>2</sup> mientras que en el ejército israelí es posible ver a un general sirviéndole un café a un soldado común y corriente. La importancia de este entrenamiento para la formación tanto de empresarios como de gerentes ha llevado a que Israel sea uno de los países que recibe más recursos de fondos de capital privado y de

capital de riesgo. Este aspecto me recuerda al momento quizá más importante en el ascenso de la educación universitaria masiva en Estados Unidos, que se dio cuando se establecieron becas para quienes hubieran servido en las fuerzas armadas —ley llamada “GI Bill”—, lo que permitió que miles de jóvenes que regresaron de la segunda Guerra Mundial fueran a la universidad con el patrocinio del ejército.

De no reformar el rol del ejército en la sociedad, ya sea como incubador de tecnología o de personal educado para las empresas privadas, creo que el riesgo que se corre es que el “complejo militar industrial” seguirá expandiéndose como una bacteria letal que va infectándolo todo a su paso. En un extremo al que no me atrevo porque implicaría una visión de la humanidad que me parecería más deplorable de lo que soy capaz de soportar, les ha causado sospecha a muchos el que dos de las tres guerras más grandes en que

Estados Unidos se ha involucrado en los últimos

50 años ocurrieron por situaciones imaginarias. En el caso de la guerra de Vietnam, el punto que definió la participación de Estados Unidos en Vietnam fue cuando los barcos destructores *Madox* y *Turner Joy* fueron “atacados” con torpedos en el Golfo de Tonkin —frente a aguas de Vietnam del Norte— por barcos que jamás existieron. Esto justificó el bombardeo de objetivos en ese país, buscando desagraviar un ataque que nunca ocurrió. Por si fuera poco, el secretario de

Defensa de Lyndon B. Johnson, Robert McNamara, parece haber dado información de inteligencia “equivocada” al presidente que repentinamente se encontró, justo antes de las elecciones en noviembre de 1964, entre la espada y la pared: no queriendo entrar a la guerra, pero pudiendo perder votos si se le percibía como demasiado débil para rehusarse a escalar el conflicto y así abortar la peligrosa expansión del comunismo.

El segundo caso fue la invasión a Irak en el gobierno de George W. Bush ante la amenaza de que Saddam Hussein, el dictador iraquí, tenía un arsenal de armas de destrucción masiva.

La inteligencia militar validaba la amenaza; se presentó abundante “evidencia” de la amenaza aun ante el Consejo de Seguridad de la Organización de las Naciones Unidas, y a 10 años del inicio del conflicto, las temidas armas siguen sin aparecer.

La única guerra justificada por un evento que sí ocurrió fue la invasión a Afganistán para castigar a Al Qaeda, responsable de los ataques del 11 de septiembre. ¿Es capaz ese conglomerado militar de “crear” conflictos para justificar el creciente gasto? Repito, quiero pensar que no lo es. Sin embargo, al menos pudiéramos cuestionar la estrategia. Quizá el ejemplo ideal es la guerra en Afganistán. El objetivo era “castigar” a Al Qaeda y de paso debilitar a su aliado local: los talibanes. La milicia talibán, sin embargo, nunca atacó a Estados Unidos, pues su objetivo era totalmente local, buscando implantar un Estado

islámico —sin duda brutal, grotesco y deleznable— en Afganistán.

El entorno que permitió el desarrollo de esa situación se dio debido al éxodo masivo de la población más educada después de la invasión soviética en 1980. En el extremo, quizá, de la inocencia, no entiendo cómo Estados Unidos puede haber gastado en la invasión alrededor de 14 veces el tamaño de la economía afgana, en vez de privilegiar el desarrollo de una infraestructura local —escuelas, carreteras, puertos—; simplemente gastaron cientos de miles de millones de dólares en una guerra en la que el enemigo — Al Qaeda— huyó a Pakistán y la presión política sobre la administración de Obama le llevó a anunciar una fecha de salida para el ejército estadounidense. Esto garantizará que las tribus locales en los valles afganos simplemente se aliarán con los “malos”, quienes se quedarán ahí por muchos años después de que los soldados estadounidenses habrán regresado a casa. La guerra en Afganistán ha costado alrededor de

350 000 millones de dólares; la guerra en Irak casi 700 000 millones de dólares.

Evidentemente, ese presupuesto ha beneficiado a incontables proveedores de armamento, provisiones, etcétera.

Bordando en mi inocencia, creo que Estados Unidos hubiera sido capaz de ganar incontables “corazones y mentes” invirtiendo una fracción de ese billón de dólares en elementos que permitieran el progreso de las sociedades invadidas. Al haber privilegiado el conflicto armado, el bombardeo de poblaciones civiles mediante aviones Drone no tripulados, al permitir la humillación en prisiones como Abu Ghraib y detener gente sin debido proceso judicial en Guantánamo, han garantizado la formación de nuevas generaciones de enemigos de Occidente que darán muchas más razones para declarar guerras e invadir a alguien. Perdonen, nuevamente, mi patológica inocencia.

Estados Unidos tiene que entender que su futuro

depende de una integración estratégica e inteligente con el resto del mundo, de relacionarse más con socios que con proveedores o vasallos. El desarrollo de entidades como el G-20 son, por ello, mucho más útiles y realistas que el G-7 o el G-8. El futuro de los países desarrollados, ese “primer mundo” del que hablaba Jack Goldstone, dependerá crecientemente no sólo de la mano de obra que proviene de países más jóvenes, viables y medianamente educados, pero, sobre todo, de la demanda que éstos son capaces de generar, pues conforme sus poblaciones envejecen —y decrezcan, en algunos casos—, éstas comprarán menos.

No me cabe duda (y me encantaría equivocarme) de que Occidente enfrentará una creciente amenaza del mundo musulmán. Sin duda, la potencial democratización de Egipto (el mayor país árabe del mundo) debe ser fuente de esperanza, pero también debe ser motivo de preocupación. Las insurrecciones populares pueden mutar con el tiempo y por ello no sabemos qué forma acabarán

tomando éstas. La revolución menchevique fue aplastada por los bolcheviques de la misma manera que la revolución iraní liberal y secular fue aplastada por una teocracia iraní que sigue en el poder; y las revoluciones radicales de Francia,

Rusia, China o Irán acabaron generando conflictos internacionales. Si bien ha habido casos de transiciones pacíficas como Filipinas en 1986 e Indonesia en 1998.

Mubarak se va y deja al país como estaba en 1952, en manos de un gobierno militar como el que quedó en el poder cuando la revolución de Nasser derrocó al rey Farouk I, quien en 1936 heredó el trono de su padre Fuad I que reinó desde 1922, cuando terminó el protectorado británico. Desde 1952, Egipto ha tenido a militares en el poder.

Anwar El Sadat, quien era el vicepresidente cuando murió Nasser en 1970, y Mubarak, quien era el vicepresidente cuando Sadat fue asesinado

en octubre de 1981 por fundamentalistas musulmanes opuestos a la firma del tratado de paz con Israel en 1979, que llevó a que éste recibiera el Premio Nobel de la Paz.

Acabamos de presenciar el inicio de la primera gran revolución del siglo **xxi** (¿o es Túnez quien merece ese honor?), pero estamos aún muy lejos de conocer el desenlace final de los acontecimientos. Como ha pasado en otros momentos de la historia, tenemos claro quién empezó esta revolución, pero estamos lejos de saber quiénes la terminarán. Desafortunadamente, acabó el episodio más atractivo para los medios y el más romántico para estimular a ese pequeño Che Guevara que todos llevamos dentro. Ahora, lo que viene será mucho menos idealista y mucho más complejo; no es lo mismo derribar que construir, no es lo mismo derrocar que gobernar.

La realidad para el resto del mundo es que la autoritaria y represora dictadura militar egipcia proveyó de 30 años de paz relativa, que

permitieron que el Estado de Israel fuese factible. Por otra parte, por mucho que los grandes movimientos sociales sean atractivos, ahora toca reconocer que ese país socialista, prosoviético y secular que surgió en las décadas de los cincuenta, sesenta y setenta, hoy es distinto en los tres frentes. Ese gobierno que declaró un estado de emergencia (que permite, entre otras cosas, privar de la libertad a los ciudadanos, sin mayor explicación) hace casi 30 años, después del asesinato de Sadat, se ha quedado sin motivos para mantenerlo. Quienes creen que la caída de Mubarak señala el comienzo de un proceso democrático, pronto se darán cuenta de que fue el poderosísimo ejército egipcio quien lo desechó como quien tira un traje viejo porque ya no hay espacio para éste en el clóset. El ejército sigue a cargo y no tiene la más mínima intención de dejar de estarlo. Ésta es la institución más poderosa del país, propietaria de carreteras de cuota, complejos turísticos, fábricas de muebles y televisores, una marca de agua embotellada que lleva el nombre de la hija de

un general (Safi) e incontables entidades que les proveen de estatus y riqueza. Como antes, se siguen sintiendo más cómodos dirigiendo al país desde atrás del escenario, pues son los gobiernos civiles quienes tienen que dar cuenta de cualquier problema, mientras ellos siguen siendo la institución más respetada y admirada de Egipto.

El alto mando militar cree en la economía cerrada y dirigida por el Estado, en los subsidios y en controles de precios. El mariscal de campo Tantawi, líder máximo de las fuerzas armadas, y muchos de los generales que están a cargo fueron entrenados por los soviéticos en los setenta y, por ello, también se identifican con el modelo económico estatista.

Mubarak intentaba heredarle el poder a su hijo Gamal y este último había ido forjando su propio imperio y emprendido numerosas reformas. Entre éstas estuvo una privatización y una reforma bancaria que implantó criterios de mercado para el otorgamiento de crédito e impulsó a la

independencia del Banco Central. Una reforma que modernizaba al país, pero que también les cerraba la puerta a los militares para que se hicieran de crédito en condiciones preferenciales. No es casual que después de que la calma se ha recuperado, los bancos siguen cerrados.

Como es de esperarse en un país autocrático y corrupto, las reformas acarrearón una fuerte dosis de corrupción, pues quienes se beneficiaron de privatizaciones y concesiones fueron los amigos de la familia, y son éstos y algunos miembros del gabinete cercanos a los Mubarak que están siendo acusados de corrupción.

Las protestas dejarán una clara secuela económica, dado que los ingresos provenientes del turismo (10% del **pib**) se desplomaron al ocurrir justo en la temporada alta. Las enormes pérdidas económicas ocasionadas por las protestas dejan a los militares con poco margen de maniobra, particularmente porque la economía muestra un déficit fiscal de más de 8%

del **pib** y un endeudamiento del gobierno equivalente a 72% del **pib**. A esto hay que agregar el aumento de 15% a los sueldos de los burócratas que ofreció el gobierno de Mubarak para tratar de enfriar las protestas. En parte, las reformas de Gamal intentaban expandir la capacidad del gobierno para financiarse. Ahora, los militares enfrentarán el reto de resolver la problemática económica inmediata, tratando de mantener su poder en el camino.

El ejército egipcio desea que el *statu quo* prevalezca. Son las segundas fuerzas armadas mejor financiadas de Medio Oriente, han recibido abundante entrenamiento en Estados Unidos y miles de millones de dólares de apoyo económico a lo largo de los años. Intentarán que la partida de Mubarak calme las aguas. Se disolvió el Parlamento y entran en un lento proceso de poner la mesa para elecciones “libres”. ¿Lo serán realmente? Es difícil decirlo. Hasta ahora, la *raison d’etre* de la dictadura militar ha sido el

mantener a las fuerzas políticas islamistas al margen del proceso electoral; el Partido Nacional Democrático —el partido “oficial”— sobrevive a las movilizaciones sociales, aunque está en medio de intenso cuestionamiento. La fraternidad musulmana, prohibida teóricamente, pudiera tener una modesta participación, saliendo de la marginación legal.

¿Estará dispuesta la gente a salir a las calles para exigir cambios más profundos? ¿Tendrá que imponer el ejército ley marcial si esto ocurre? Es una pregunta que tomará meses responder. Claramente, ésta ha sido una “revolución” con demandas en dos niveles. Entre la clase media más joven y letrada, entre aquellos que utilizan redes sociales y hablan inglés, las demandas son políticas buscando más libertad, mayor participación electoral y democracia real; entre la enorme proporción de la población que vive con menos de dos dólares diarios, las demandas son económicas. Lejos de lo que se piensa, Egipto estaba en pleno *boom* económico, en parte por

haber atraído la inversión de empresas multinacionales como resultado de las reformas de Gamal. Su economía creció alrededor de 7% al año entre 2007 y 2009, más de 5% el año pasado y se esperaba creciera cerca de 6 en éste. A veces, es precisamente la prosperidad lo que subraya las enormes diferencias sociales; y la mala distribución de ésta es lo que más irrita a quienes menos tienen. La parte más pobre de la sociedad ha sido ahorcada por los incrementos en los precios de alimentos y, particularmente, porque el precio del trigo se duplicó. Egipto es el principal importador mundial de ese cereal. A diferencia de países como Estados Unidos, donde los estadounidenses gastan 7% de su ingreso disponible en alimentos, los egipcios gastan 40%. El encarecimiento de los alimentos ha sido un factor fundamental de la revuelta.

Y es justo ahí donde están potencialmente las consecuencias económicas de este evento. Primero, si bien Egipto es un exportador menor de petróleo, la importancia geopolítica del Canal

de Suez no es menor, y la posibilidad de contagio a países productores como Yemen lleva a que los grandes importadores del hidrocarburo, como China, salgan a comprar para hacerse de inventarios ante la posibilidad de que haya desabasto, ya sea por interrupción del transporte o por interrupción de la oferta misma. Eso hace que el precio suba, por lo pronto. Desafortunadamente, la combinación del incremento en el precio de los alimentos debido a los problemas globales de cambio climático, con mayores costos de energía, es más que inoportuna.

Si bien es potencialmente una buena noticia que se dé un proceso de democratización en el país árabe más poblado del mundo, quedan demasiadas preguntas por resolverse, porque el dueño del poder no era Mubarak, era y sigue siendo el ejército y mucha sangre se tendría que derramar si en verdad se empeñan en quitárselo.

Lo ocurrido en Egipto tiene enorme importancia geopolítica por la relación entre este país e Israel.

Desde que firmaron los acuerdos de Camp David que permitieron la paz entre ambos, sólo Jordania en 1995 reconoció al Estado israelí. El entorno cambia radicalmente si Israel deja de tener su frontera de Gaza protegida por un Estado amigo y secular, con un ejército a cargo, con el cual ha intercambiado inteligencia por décadas. Aun en el mejor escenario posible, una democracia egipcia implicará la representación de grupos islamistas en el gobierno, que probablemente serían mucho más críticos del trato que Israel les da a los palestinos y a temas como el de los asentamientos israelíes fuera de su territorio. Además, la presencia de Irán, como otro Estado hostil a Israel — aunque ciertamente no amigo de Egipto —, hace mucho más difícil articular una estrategia israelí en la región.

Por si tal complejidad no fuese suficiente, los levantamientos de minorías chiitas en Arabia Saudita y de mayorías chiitas en países dominados por dictaduras sunitas como Bahrein harán extraordinariamente compleja

la situación debido al apoyo de Irán a los chiitas de la región. Conforme el precio del petróleo refleje la incertidumbre en la región, aún el inestable gobierno iraní resultará fortalecido, desafiando a la paciencia israelí que tiene que decidir si toma medidas drásticas contra este país antes de que adquiera poder nuclear.

Todos los casos en que hemos visto incrementos abruptos en el precio del petróleo en las últimas décadas han tenido como origen una interrupción de la oferta por conflictos en la zona — donde están dos tercios de las reservas de petróleo y la mitad de las de gas natural del mundo—, ya sea la guerra de Yom Kippur en 1973, la revolución iraní en 1979, la invasión de Kuwait en 1990, la Segunda Intifada en 2001, o el conflicto entre Israel y Jezbolá en 2006. En todos los casos, los conflictos en la región se tradujeron en súbito incremento en precios y presión inflacionaria internacional; fueron parte de todos los momentos cuando el estancamiento económico en países como Estados Unidos se

combinó con inflación.

Es importante dimensionar que la letal combinación de encarecimiento en los alimentos ocasionados por el cambio climático con alza en el precio de hidrocarburos puede limitar seriamente el crecimiento de países como China, India y Brasil, que están tratando de contener la fuerte presión inflacionaria y donde hay una proporción importante de la población que gasta un alto porcentaje de su ingreso en alimentos. En el caso de países desarrollados como Estados Unidos, la tibia recuperación podría ser abortada por un aumento fuerte en el precio de los combustibles.

Como ya hemos visto, conforme los *baby-boomers* estadounidenses envejezcan, su consumo se reducirá, afectando al componente más grande del **pib** estadounidense (les recuerdo que es 70% de éste); Estados Unidos tendrá no sólo que importar mano de obra y una población más joven, sino que también tendrá que hacer sólidas

alianzas comerciales que le permitan hacerse de la capacidad de demanda que proviene de socios comerciales más jóvenes que, con la cooperación y ayuda estadounidense, podrían progresar mucho más rápido.

Estados Unidos tiene que abrirse urgentemente a la migración (sí, sé que proponerlo en este momento sería políticamente suicida dado el altísimo desempleo) en dos niveles.

Primero, tienen que abrirle las puertas en forma ilimitada a todos los ingenieros, científicos y jóvenes con doctorados que provengan del resto del mundo, pues son éstos quienes pueden comprar las casas vacías en sus ciudades, demandar crédito para emprender y emplear a la población menos educada. En una segunda etapa, tienen que hacer programas sólidos de empleo temporal para que trabajadores no calificados migren en forma legal, pero dándoles posibilidad de entrenamiento.

MÉXICO Y AMÉRICA LATINA

He enfatizado tanto sobre la importancia del futuro estadounidense porque estoy convencido que los destinos de este país y de los de América Latina están inevitablemente entrelazados. Es más, en la medida en la que ambos lados se den cuenta de la gigantesca complementariedad que uno y otros tienen, surgirán quienes apoyen modelos más integrados y más balanceados.

Si bien el caso de México es el que más salta a la vista, Colombia, Perú, Chile y Brasil son países capaces de seguir el mismo modelo. No obstante, México sobresale por varios motivos. Primero, el geográfico; comparte tres mil kilómetros de frontera con Estados Unidos. Eso abarata el transporte de bienes producidos en México y permite la posibilidad de transportar por ferrocarril y carretera, además de la posibilidad de transportación marítima por ambas costas. Segundo, hay un Tratado de Libre Comercio que ya funciona y que ha incrementado el comercio entre ambos países y entre éstos y Canadá, haciendo que México sea el tercer socio

comercial más importante después de China y Canadá, pero el segundo comprador absoluto de bienes estadounidenses rebasando a China y el que más origina en Estados Unidos una mayor proporción de su importación total (74.3%).

Tercero, México tiene 110 millones de habitantes y una población más joven que la estadounidense, por lo que se complementan demográficamente.

Pero, sobre todo, México tiene la clase media con mayor poder adquisitivo en América Latina después de Chile (pero Chile tiene la quinta parte de la población y está mucho más lejos).

Adicionalmente, cuando el poder adquisitivo mexicano aumenta, se incrementan proporcionalmente las importaciones de bienes estadounidenses.

México tiene el mayor apetito de la región por bienes producidos por su vecino del norte, como proporción total de sus importaciones.

Si la política exterior estadounidense no tuviese la decisiva influencia que proviene de su industria armamentista y del cabildeo de países como Israel, ésta se volcaría torrencialmente sobre su relación

con América Latina y se daría cuenta de que las soluciones a sus colosales problemas económicos y demográficos están en su propio continente. Estados Unidos ha gastado más de un millón de millones de dólares en dos guerras fútiles en Irak y Afganistán, cuando con una fracción de esos recursos hubiera acelerado el desarrollo económico de su “patio trasero”, lo cual les hubiese acarreado enormes beneficios materiales.

América Latina es una región donde sobran ideas y potenciales empresarios. Me di cuenta de esto durante el *boom* de la internet a fines de los noventa. En países como Argentina, por ejemplo, surgieron docenas de nuevas empresas y proyectos que acabaron sucumbiendo cuando la burbuja reventó, pero no sólo por ese motivo. Muchas empresas estadounidenses hubieran sufrido un destino similar si no hubiera sido porque el mercado financiero de este país está infinitamente más desarrollado. Ésa es otra característica que hará que Estados Unidos siga siendo la economía dominante en el mundo cuando

menos por lo que nos resta de vida.

No hay ningún país en el mundo donde sea más fácil financiar una buena idea que en Estados Unidos. Se ha desarrollado un sistema donde hay cientos de miles de millones de dólares de capital de riesgo que está en búsqueda de los Apples, Facebooks y Googles del futuro, empresas, por cierto, originalmente financiadas por esta vía. Se ha logrado desarrollar un proceso en el cual la idea original encuentra a algún fondo dispuesto a tomar el enorme riesgo — potencialmente muy rentable— de financiar a una empresa nueva (típicamente pagando una valuación muy barata por una participación accionaria que les dé suficiente peso dentro de la empresa), ofreciendo también la asesoría que proviene de inversionistas experimentados que han visto y fondeado situaciones similares muchas veces. Llevan a la empresa al siguiente nivel, y usualmente en ése, se la venden a otros fondos especializados en empresas más maduras (y que invierten con menos riesgo, pero a una

valuación mucho más cara) y éstos eventualmente recuperarán su inversión al venderle al público su participación en la empresa mediante una colocación en la bolsa de valores.

Para poder materializar ese proceso es imprescindible tener condiciones que todavía no se generan en América Latina, aunque algunas comienzan a hacerse presentes. Primero, se necesitan leyes que claramente protejan a inversionistas minoritarios; segundo, se requiere de una amplia base de inversionistas institucionales capaces de ofrecer fondeo a plazos largos (en los cuales, además, no se contará con liquidez); y, por último, se necesita de mercados públicos eficientes que tengan el tamaño y ofrezcan las condiciones para colocar acciones de este tipo de empresa en bolsa. El perfil de los mercados financieros estadounidenses y su desarrollo, combinados con universidades capaces de atraer talento y de generar abundantes proyectos, al integrarse se vuelven un

arma poderosísima para innovar y emprender.

David Brooks, columnista del *New York Times*, dice que en el siglo **xxi** una característica de los gobiernos exitosos estará fundamentada en el carisma, en la posibilidad de atraer talento, de fomentar los encuentros cara a cara entre gente creativa, para organizar relaciones más que acumular fuerza bruta. Los países exitosos serán los que ofrezcan estabilidad y predictibilidad. No necesariamente será la tasa de impuestos más baja la que atraiga a empresas y empresarios, sino una situación en la que el uso eficiente de éstos genere una infraestructura competitiva. El futuro de América Latina estará no en proveer a China, sino en lograr una asociación exitosa con Estados Unidos.

América Latina tiene que empezar a tomarse en serio. Dejar atrás populismos y recetas mágicas. Como dice el historiador Niall Ferguson en su libro *Civilization: The West and the Rest*: por 500 años los países de Occidente patentaron seis

aplicaciones imbatibles: competencia, ciencia moderna, Estado de derecho y derechos de propiedad, medicina moderna, la sociedad de consumo y la ética de trabajo. Ahora habrá que añadir una revolución tecnológica que hace que se pueda producir más con menos gente. Según Mancur Olson, autor de *The Rise and Decline of Nations*, hay mucho que aprender de la caída de la Gran Bretaña después de la segunda Guerra Mundial y del ascenso alemán. El vencedor sucumbió ante su rigidez y complacencia, sus acuerdos políticos y económicos se fueron volviendo más elaborados y caros y se enfocaron más en distribución que en crecimiento, mientras que el Estado benefactor, los sindicatos, las políticas proteccionistas y el endeudamiento endémico les restaron competitividad internacional. En mi opinión, mucho de lo que viene para México y el resto de América Latina dependerá de cómo Estados Unidos sortee la crisis.

Por su parte, Estados Unidos debería estar

infinitamente más preocupado por lo que está pasando en el mundo “no terrorista” y particularmente por la estabilidad y progreso de América Latina. El abasto de petróleo que proviene de países como México, Venezuela y Brasil se vuelve hoy más importante que nunca.

La política exterior estadounidense se ha vuelto monotemática y la prioridad absoluta la tiene todo lo que tenga que ver con “amenazas terroristas”. Esta estrategia es extremadamente miope y torpe. El mejor ejemplo de la brújula perdida de la diplomacia estadounidense está en la guerra al narcotráfico de México, país que comparte tres mil kilómetros de frontera con ellos. Analizando el tema en forma simplista, la población estadounidense es la mayor consumidora de estupefacientes en el mundo. Se estima que México les “exporta” el equivalente a 40 000 millones de dólares cada año, a precios de mercado. Esto es casi 4% del **pib** de México. Los cárteles de la droga mexicanos se matan unos a otros —y a cientos de observadores inocentes—

con muchas armas estadounidenses (pero no únicamente con éstas) que más de 10 000 armerías proveen desde Estados Unidos. Increíblemente, ningún joven que consume drogas en territorio estadounidense hace jamás la relación entre los asesinatos y la terrible violencia con su consumo de esa sustancia que utiliza en forma “recreativa” (término que me enferma cada vez que lo escucho).

Los medios de comunicación estadounidenses nos dan un buen ejemplo de esta actitud de negación. El 11 de julio de 2010, el comediante Bill Maher entrevistó al director de cine Oliver Stone en su programa *Real Time*, que transmite la cadena hbo. Maher le preguntó a Stone qué porcentaje de su creatividad se debía al consumo de drogas y Stone contestó que “toda”. En el mismo programa del 24 de marzo, Maher dijo en la sección *New Rules* de su programa: “México debe cerrarse hasta nuevo aviso y la advertencia a los viajeros estadounidenses que hace el Departamento de Estado debe leerse ‘no beba el

agua, sólo utilícela para limpiar sus heridas causadas por puñaladas’

El popular comediante muestra la contradicción típica en la mente estadounidense. Por una parte, han incorporado a su vida social el consumo de sustancias ilegales —que, desafortunadamente, es cada vez menos una característica exclusiva de estadounidenses— y, por otro, condenan el tráfico de estas sustancias que no existiría si no fuese por la colosal demanda que ellos mismos generan. Pero, más aún, el ejemplo de Maher resalta la disposición de un comediante con incontables seguidores jóvenes a promover las bondades del consumo de una sustancia ilegal. ¿Recuerdan la película de Brian de Palma *Los intocables* con Kevin Costner en el papel del incorruptible Eliot Ness? En ésta alguien le pregunta al personaje que qué haría —después de años librando una guerra contra el crimen organizado que contrabandeaba alcohol— si se levantara la “prohibición”, permitiendo nuevamente el comercio y consumo de

la sustancia; su respuesta fue: “Me tomaría una copa”. Así como en este ejemplo no era una atribución del policía decidir la legalidad o no del consumo, tampoco está entre los derechos del comediante promover abiertamente ni la violación, ni el asesinato ni el secuestro, ni la extorsión, ni tampoco el consumo de drogas ilegales, por mucho que éste incremente “la creatividad” de quien sea. Pero en este último caso, a nadie le sorprende que lo haga.

Los medios de comunicación tanto en México como en Estados Unidos se han encargado de desacreditar a las sociedades de uno y otro país. Para los medios estadounidenses, el narcotráfico se da por la corrupción y la incapacidad del gobierno mexicano, pero no hablan de la demanda por drogas estadounidense y de la falta de cooperación de las autoridades estadounidenses para detener el tráfico de armas y ayudarles a obtener inteligencia sofisticada y proveer de armamento, equipo y logística para una policía que tiene que pelear contra bandas mejor armadas y

equipadas. Para ellos, la migración de trabajadores mexicanos sólo se da por la incapacidad del gobierno mexicano de generar empleos dignos, pero jamás porque Estados Unidos requiera urgentemente no sólo de mano de obra barata y de la extraordinaria vitalidad de esos migrantes dispuestos a dejarlo todo — arriesgando sus vidas para buscar el bienestar de sus familias en sus países de origen—, sino también de la capacidad de demanda que esos jóvenes generan cuando van prosperando, rescatando comunidades enteras, provocando el rejuvenecimiento de su sociedad. El problema migratorio en Estados Unidos es mucho más manejable que en Europa o Japón, únicamente porque por décadas estuvieron más dispuestos a abrirle sus puertas a la migración.

Alguna vez, hace como 15 años, comí en Nueva York con uno de los jefes de redacción del *Wall Street Journal* para América Latina y le pregunté por qué en su diario nunca había noticia

alguna sobre cárteles estadounidenses que distribuyen en territorio estadounidense una vez que las drogas cruzan la frontera. Después de intentar defender una y otra vez que eso no ocurría (claro, debe ser una sofisticadísima tecnología mexicana que lleva a que se distribuyan solas o se hagan invisibles una vez que cruzan el Río Bravo), acabó reconociendo algo que me paró los pelos de punta (sí, en ese entonces yo incluso tenía pelo). Su respuesta fue una pregunta: “¿Quién quiere levantarse de la cama para leer en el diario que convive en su sociedad con criminales y narcotraficantes?” Sí, ahora los lectores de diarios mexicanos saben bien lo que se siente.

Las políticas xenofóbicas e ignorantes promovidas por políticos mediocres e irresponsables en Estados Unidos se empeñan en ignorar lo evidente, que Estados Unidos depende de la sociedad con América Latina tanto o más de lo que América Latina depende de la prosperidad estadounidense. En lo que la política exterior estadounidense se

ha ocupado poniendo la mesa para que su ejército cace terroristas y pelee guerras carísimas y fútiles, surgió algo inesperado en México y en numerosos países de América Latina: una clase media con creciente poder adquisitivo.

Idealmente, el Tratado de Libre Comercio de América del Norte debe crecer hasta convertirse en un bloque económico integrado que permita el libre tránsito de trabajadores, gradualmente incorporando a otros países latinoamericanos que hoy tienen acuerdos comerciales con Estados Unidos y acelerando la firma de acuerdos como el de Colombia y Panamá que llevan demasiado tiempo en el tintero.

México y el resto de América Latina tienen frente a sí una oportunidad histórica que no pueden desperdiciar. La siguiente fase de la crisis estadounidense puede ser causada por temas bancarios nuevamente, quizá por crónica debilidad estructural del mercado inmobiliario estadounidense, o por una desaceleración de la

economía china si alguna de sus burbujas revienta. Cabe la posibilidad de que ocurra por motivos que hoy ni siquiera estamos vislumbrando. Pero en uno u otro escenario, la posibilidad de una confrontación comercial entre Estados

Unidos y China crece todos los días. Como dije antes, China no puede arriesgarse a fortalecer demasiado rápido su moneda ni asumir la colosal pérdida cambiaria que eso implicaría, y eso les impondrá un enorme riesgo inflacionario. Pero, más que eso, conforme no revalúen, seguirá haciéndose una relación escalofriante entre el creciente superávit comercial chino (y sus reservas en ascenso) con una tasa de desempleo estadounidense mucho más alta de lo políticamente recomendable. ¿A quién le echarán la culpa los políticos de Estados Unidos? La respuesta es obvia.

Pero el aprovechamiento de esa oportunidad para la región estará estrechamente ligado con la

capacidad que los países latinoamericanos tengan de impulsar reformas estructurales serias. Más difícil hacerlo que decirlo, sin duda, pero creo que para eso sirven las crisis. Sí, “la política es el arte de lo posible”, quizá lo es en momentos comunes y corrientes. En medio de una crisis, tenemos que transitar de la ideología al pragmatismo y hacer que la política se vuelva el arte de lo indispensable, porque si no se hace esa transición no habrá ganadores y la ideología es, de todas formas, vana.

Todos los países de la región latinoamericana tienen que comenzar a aplicar serias reformas educativas. Sí, éstos son cambios a largo plazo, pero es mejor empezar hoy que mañana. Lo más preocupante es que en este frente ni siquiera Chile, país que ha hecho las cosas mejor que el resto, ha logrado ya no digamos posicionarse razonablemente frente al resto del mundo, sino siquiera cambiar la tendencia para estar yendo en la dirección correcta. Nuestros sistemas educativos tienen

tantos problemas que requerirían de otro libro para analizarlos, pero enumeremos unos cuantos. Creemos que el éxito debe medirse a partir de cuántos jóvenes llegan a la universidad, pero tenemos sólo una universidad —la Universidad Nacional Autónoma de México— que está entre las primeras doscientas del mundo; y sólo ésta, la de Sao Paulo y la de Buenos Aires entre las primeras 500.

Graduamos a decenas de filósofos, comunicólogos, sociólogos, psicólogos, por cada ingeniero o estudiante de ciencias. Nuestras universidades son fábricas de doctores que acaban trabajando de taxistas por una combinación de razones, para empezar por la baja calidad de los egresados y para seguir por la absoluta desconexión que existe entre lo que el mercado laboral requiere y lo que las escuelas profesionales ofrecen.

Tenemos sistemas de educación pública paupérrimos y sólo quienes tienen recursos para

pagar escuelas privadas logran —y, por mucho, no en todos los casos— una educación razonablemente competitiva en términos internacionales. Está más que demostrado que la genialidad y la inteligencia no son factores hereditarios, se presentan en forma aleatoria. En nuestros países hay miles de “genios” condenados a vender chicles en las esquinas, pues nadie jamás les dará la oportunidad de desarrollar sus dones. En el “mejor” de los casos, quizá será el crimen organizado quien les dará alguna oportunidad.

Los políticos latinoamericanos tienen que atreverse a enfrentarse a los poderosos sindicatos de maestros, o en su defecto, desarrollar sistemas educativos paralelos, de alta calidad y gratuitos, que le den la oportunidad sólo a aquellos que tienen el perfil y el interés para ser educados. Tienen que distribuir en forma mucho más inteligente y pragmática los cuantiosos recursos que “tiran” en sus sistemas de educación pública. Estamos desarrollando

sociedades enteras de cuasianalfabetas, o francamente analfabetas, por la obscena miopía de nuestros gobernantes.

Se tienen que desarrollar Estados de derecho reales, fortalecer cortes, modernizar leyes y ofrecer mecanismos en los que la justicia se imparta objetivamente y no con base en quien cuenta con mayores recursos para corromper mejor. Evidentemente, se tiene que declarar una guerra frontal a la corrupción y tenemos que entender de una vez por todas que es igualmente grave recibir que pagar.

Parecemos estar convencidos de que la única “coima”, “mordida” —o como le llamemos— que está justificada es la que nosotros pagamos.

Tenemos que entender, de una vez por todas, que mientras más difícil hagamos los procesos para despedir trabajadores, será menos probable que se les contrate y la economía informal seguirá creciendo. Es urgente flexibilizar y modernizar las leyes laborales, y ojalá que viva

para ver a algún sindicato que exija capacitación e inversión en bienes de capital y no sólo exigencias de sueldos y prestaciones.

Y tenemos que entender de una vez por todas que los empresarios no son los enemigos, que la única fuente real de crecimiento provendrá de la inversión privada, pero los empresarios tienen que dejar de pedir protección y defender oligopolios. Esa tendencia oligopólica está matando a las empresas en países como México y se ha vuelto el principal obstáculo al crecimiento futuro de economías como la chilena.

Sí, suena como carta a Santa Claus, pero es hora que dejemos de pensar que existen soluciones mágicas y que vender recursos naturales será lo que nos desarrolle. Los países que se atrevan a impulsar estos cambios saldrán fortalecidos de la crisis y, quizá, podríamos ver una versión latinoamericana de Corea del Sur, un país que logró la transición de emergente a

desarrollado.

Se dice que la definición de demencia es hacer una y otra vez lo mismo, esperando desenlaces distintos. América Latina aprovecha las épocas de bonanza para que la gente acomodada haga viajes a Europa y compre departamentos en Miami, para incrementar el tamaño de los dividendos a los accionistas de las empresas, pero cuando acaba la bonanza siempre nos agarran con los dedos en la puerta. Tenemos hoy y tendremos por un rato la posibilidad de aprovechar el flujo de inversión internacional a nuestro favor, el financiamiento barato y las monedas fuertes. Esto se puede hacer impulsando programas agresivos de inversión, buscando incrementar la productividad de nuestra planta industrial. En vez de ponerle obstáculos a la entrada de recursos, fomentemos la compra de bienes de capital y de tecnología que nos permitan competir aun en aquellos momentos en los que las cosas no estén a nuestro favor. Hoy, la fortaleza del real, del peso mexicano o chileno o del sol peruano

deberían permitir la adquisición de equipo que antes no estaba al alcance. Implementemos programas de depreciación acelerada de éstos y permitamos la importación sin pago de aranceles. A la larga, sólo eso y la capacitación de la fuerza de trabajo permitirán el incremento en la prosperidad de la población.

El reto no es financiar nuestro desarrollo, pues los recursos necesarios para lograrlo sobran, está en poner la mesa para capital de mejor calidad y dispuesto a comprometerse a plazos más largos y costos más razonables. Los países desarrollados no tienen alternativa. Los más de 400 millones de habitantes de nuestra región serán la fuente de mano de obra que necesita Estados Unidos, pero mucho más que eso serán la mejor fuente posible de demanda.

## UNA OPORTUNIDAD HISTÓRICA

Como dije al principio, estoy convencido de que estamos en medio del respiro después de la primera fase de la crisis más devastadora que ha habido desde la Gran Depresión y quizá con mayor alcance que esta misma. A diferencia de lo que ocurría entonces, los largos ciclos se han comprimido en un mundo de Facebook, Twitter, CNN, **cnbc**, internet y teléfonos inteligentes. Como dice el futurólogo Ray Kurzweil: un habitante de África hoy puede tener acceso a más información que la que tenía el presidente de Estados Unidos hace 15 años. Conforme la tecnología progresa, ésta acelera y contribuye al desarrollo de la tecnología que sigue. El mundo ha aprendido a hacer más con menos. Sin embargo, seguimos siendo incapaces de incorporar los grandes cambios a una desafiante realidad, en la cual los ricos —ya sean éstos países o individuos— son cada vez más ricos y los pobres más pobres; pero, a pesar de la evidente globalización, seguimos pensando que podemos

ignorar a enormes poblaciones sin recursos o esperanzas.

El mundo se ha llenado de distorsiones. Países como China o Japón buscan obtener ventajas comerciales al manipular sus monedas y en el proceso se hacen de niveles de reservas nunca antes vistos. Hace 20 años, las reservas de los bancos centrales del mundo tenían el equivalente de 3 o 4% del **pib** de su país, hoy las reservas de los bancos centrales suman 20% del pib mundial.

Los países europeos creen que pueden seguir cerrándose a la inmigración y manteniendo grandes Estados benefactores, a pesar de que sus poblaciones envejecen en forma preocupante y no se renuevan Estados Unidos se cree capaz de asumir permanentemente su colosal gasto militar; de un Legislativo plagado de intereses y corruptelas; y está ansioso por dar beneficios extraordinarios para sus retirados, permitiendo que la legislación premie una y otra vez al viejo, a

costa del bienestar del niño; el primero vota (siempre), el segundo no. Pero al hacerlo están hipotecando su futuro.

En América Latina seguimos pensando que la corrupción es un “pequeño inconveniente”, que el Estado de derecho es optativo y que la educación es un adorno, y no vemos que estamos frente a la mayor oportunidad que hemos tenido en décadas y que si no hacemos cambios estructurales de fondo vamos a desperdiciarla.

El mundo se enfrentará, tarde o temprano, a la segunda fase de esta crisis y el futuro de la humanidad dependerá de cómo ésta se sortee. Repito lo que dijo Jean Monnet, el padre de la Unión Europea: “La gente sólo acepta el cambio cuando se enfrenta a la necesidad y sólo reconoce la necesidad cuando la crisis lo acecha”.

La primera fase de la crisis produce la ilusión de ser superada sólo por los colosales paliativos que se han prescrito. La emisión de dos y

medio billones de dólares por parte de la Reserva Federal, por ejemplo, no tiene precedente en la historia y, a pesar de ésta, la generación de empleos ha sido raquítica; en el primer trimestre de 2011, 135 000 empleos mensuales en promedio, cuando se requiere de 150 000 simplemente para compensar por el crecimiento de la población económicamente activa. La tasa de desempleo es 11.5% (si contáramos como desempleados a quienes dejaron de buscar trabajo porque simplemente no lo consiguen) y de más de 16% si contáramos a subempleados. Me maravilla que los optimistas crónicos crean que la situación ya se resolvió, a pesar de que hemos visto una masiva liquidación de fondos de ahorro para el retiro (401-k, el equivalente de ahorro voluntario estadounidense a las Afores o **afp** obligatorias latinoamericanas) y la mayor salida de recursos de pólizas de seguros de vida en la historia. Veinticinco millones de estadounidenses están desempleados o parcialmente empleados y 42 millones de estadounidenses viven gracias a la ayuda de los

cupones de alimentos (*food stamps*).

El consumo estadounidense sufrirá en esta etapa de reconstrucción de las finanzas familiares. Como dijo Bill Gross, el influyente presidente de **pimco** (la mayor empresa de inversión en bonos del mundo): después de vivir por décadas con los beneficios del alto apalancamiento, de la acelerada globalización y de la desregulación, ahora tendremos el lastre del desendeudamiento, el proteccionismo y las nuevas regulaciones.

En forma poco oportuna, el precio de los alimentos se incrementa por los problemas del cambio climático, al igual que el precio de los energéticos debido a la frágil situación en el Norte de África y Medio Oriente. Esto generará presión inflacionaria que es muy incómoda para los países en vías de desarrollo y que imposibilitará nuevos programas de “relajamiento cuantitativo” (es decir, nuevas emisiones masivas de moneda por parte de

los bancos centrales de países desarrollados).

La resolución de los problemas más estructurales ni siquiera se ha intentado.

Sólo Alemania y Francia se han atrevido a un tímido aumento en las edades de retiro en Europa, pero Alemania sigue oponiéndose a un programa que incremente el consumo de productos que importan del resto de Europa, a pesar de que ése es el único camino que permitiría la recuperación de los países de la periferia. Siguen sin reconocer el enorme beneficio comercial que proviene de tener un euro débil (debido a los problemas de sus socios), cuando si tuviesen un marco alemán, éste se cotizaría muy por arriba del dólar.

China alimenta a la mayor burbuja del mundo al invertir en forma exagerada en activos fijos. Se sigue oponiendo a la apertura política como si la corrupción fuese un mal necesario y la democracia fuese una imposición incómoda.

En mi opinión, los cambios de fondo sólo se harán en medio de una crisis que genere suficiente miedo y que haga que el costo político de impulsar el cambio sea manejable. En ese sentido, como dije al principio, una crisis grande que ocurra pronto será el escenario más optimista posible, pues sólo así se pueden atacar a tiempo los grandes problemas estructurales. Sufrirla dentro de 10 años resultaría ocioso.

No podemos darnos el lujo de seguir desperdiciando crisis como la del 11 de septiembre o la de la quiebra de la banca internacional, que generaron el ambiente que hubiera permitido grandes cambios, pero que fueron desperdiciadas por la timidez de los políticos y por la abrumadora escasez de estadistas que padece el mundo.

Las grandes crisis presentan grandes oportunidades. Estemos listos para aprovecharlas con la determinación que nos permita dejar un mundo mejor para nuestros hijos.



## Agradecimientos

En enero de 2009 escribí mi última participación de *Inversión sin fronteras*, columna que apareció por unos años en el sitio de Yahoo! en Español. En mi último escrito invité a aquellos que me leían a que me enviaran su dirección de correo electrónico para mandarles directamente lo que posteriormente escribiera. Ante mi estupefacto asombro, recibí más de 1 000 correos de amables lectores de toda América Latina y España, más otros de lectores hispanoparlantes en puntos remotos del mundo. Agradezco a todos ellos por haberse tomado el tiempo para hacerme saber que alguien más allá de mi familia, clientes y amigos me leía, y por darme inmerecidas muestras de aprecio. Es gracias a ellos que me propuse seguir escribiendo, e incluso animarme a escribir este libro. Una vez que surgió la idea, mi amigo León Krauze me orientó, y propuso que hablara con Enrique Krauze, quien además de iluminarme sobre el proceso me invitó a retomar mi columna en

la forma del blog *Diario de la crisis* en el sitio de la revista *Letras Libres*, publicación que siempre he leído y admirado. Agradezco a ambos por su desinteresado apoyo.

Creo que es justo también agradecer a mis amigos de **cnn** en Español por haberme introducido en este camino y por los casi 14 años de apoyo constante, pero más aún por la amistad que me han brindado. Tanto los que quedan, como Gaby y Luis Carlos, así como los que han partido, como Alberto, me han permitido ir aprendiendo, poco a poco, a compartir temas áridos y complejos con un público diverso y ávido de información. Ahora, además, son mis nuevos amigos de ForoTV quienes me permiten seguir descubriendo las sutilezas de esta actividad que en su forma oral o escrita me apasiona y me fuerza a hacer el importante ejercicio de definir qué opino, para después defenderlo y comunicarlo.

Agradezco también a mi familia y a Carlos, mi socio, por la paciencia que me han tenido en las

tardes e incontables fines de semana que he pasado leyendo y escribiendo.

La próxima gran caída de la economía mundial

*Los desafíos de la crisis de 2012, el colapso chino y la oportunidad latinoamericana*

Edición en formato digital: agosto de 2011

D.R. © 2011, Jorge Suárez Vélez

D.R. © 2011, Random House Mondadori S. A.

(sobre la presente edición)

Av. Homero No. 544, Col. Chapultepec Morales,

Del. Miguel Hidalgo, C. P. 11570, México, D. F.

Diseño de la cubierta: Random House Mondadori  
/ Héctor Montes de Oca

Comentarios sobre la edición y contenido de este

libro a:

megustaleer@rhmx.com.mx

**Queda rigurosamente prohibida, sin autorización escrita de los titulares del copyright, bajo las sanciones establecidas por las leyes, la reproducción total o parcial de esta obra por cualquier medio o procedimiento, comprendidos la reprografía, el tratamiento informático, así como la distribución de ejemplares de la misma mediante alquiler o préstamo públicos.**

ISBN: 9786073105682

**H Random House Mondadori**

[www.facebook.com/megustaleermexico](http://www.facebook.com/megustaleermexico)

F" Í /meeustaleeiiineHico

[www.twitter.com/megustaleermex](http://www.twitter.com/megustaleermex)

[Stmegustáleermex

Conversión a formato digital: Newcomlab, S.L.

[www.megustaleer.com.mx](http://www.megustaleer.com.mx)

Consulte nuestro catálogo en:

[www.megustaleer.com.mx](http://www.megustaleer.com.mx)

Random House Mondadori, S.A., uno de los principales líderes en edición y distribución en lengua española, es resultado de una *joint venture* entre [Random House](#), división editorial de [Bertelsmann AG](#), la mayor empresa internacional de comunicación, comercio electrónico y contenidos interactivos, y [Mondadori](#), editorial líder en libros y revistas en Italia.

Forman parte de Random House Mondadori los sellos Beascoa, Debate, Debolsillo, Collins, Caballo de Troya, Electa, Grijalbo, Grijalbo Ilustrados, Lumen, Mondadori, Montena, Plaza & Janés, Rosa dels Vents, Sudamericana

y Conecta.

Sede principal:

Travessera de Gracia, 47-49 08021

BARCELONA España

Tel.: +34 93 366 03 00 Fax: +34 93 200 22 19

Sede México:

Av Homero núm. 544, col. Chapultepec Morales

Delegación Miguel Hidalgo,

11570 MÉXICO D.F.

México

Tel.: 51 55 3067 8400 Fax: 52 55 5545 1620

Random House Mondadori también tiene presencia en el Cono Sur (Argentina, Chile y Uruguay) y América Central (México, Venezuela y Colombia).

Consulte las direcciones y datos de contacto de nuestras oficinas en

[www.randomhousemondadori.com](http://www.randomhousemondadori.com)



C Collins

cónecta



DESARROLLO

Electa

Grijalbo

Lumen



montena

PLAZA JAMES

➔ 40540525VENTAS Editorial Sudamericana

Cuando hablo de capital, me refiero a que si alguien compró una casa en 100 000 dólares, dio 20 000 como enganche y pidió prestada una hipoteca por los 80 000 restantes, si el precio de esa casa baja a 90 000, le quedarán sólo 10 000 de “capital”, pues sigue debiendo 80 000. Si el precio de la casa baja a 70 000, tendrá 10 000 de capital negativo pues debe más de lo que vale la casa en el mercado.

2 En el mismo año, George Soros gano 2 900 millones de dólares, James Simmons 2 800 millones y Phil Falcone 1 700 millones y Ken Griffin 1 500 millones.

3 El término tiene que ver con pagos que se hacen “en acciones” en vez de pagarlos con dinero en efectivo y que usualmente tienen restricciones en cuanto a cuándo se pueden vender. En el caso en que ocurra un evento extraordinario como la venta o fusión de la empresa o, en este caso, el nombramiento del ejecutivo en cuestión a un alto puesto público, esas acciones se liberan y él tiene la posibilidad de venderlas sin restricción alguna.

4 La variación depende de la debilidad o fortaleza del dólar respecto a otras monedas.

5 Nombre coloquial de la moneda de cincuenta centavos, cuando ésta existía.

1 Discurso de Jeffrey Immelt en Nueva York, en la conferencia anual de “Empresas por la Responsabilidad Social”, ante

1 200 representantes de compañías, ONG, empresas consultoras y agencias gubernamentales.

1 Es decir, que si hubiera mil familias, la mediana

es aquella que está justo a la mitad de esa población, en el lugar número 500. Esta medición es, usualmente, mucho más útil que discutir cómo ha evolucionado la media o promedio. Imagínense una población que tenga mil familias que tienen un patrimonio de 20 000 dólares en promedio y Carlos Slim se muda a vivir en ésta. Sus 70 000 millones de dólares de patrimonio elevarán fuertemente el promedio en esa población, a pesar de que ese evento no tuvo impacto alguno en la riqueza del resto de la población. Si lo que analizamos es la mediana, la familia número 500 seguirá teniendo lo mismo, a pesar del nuevo poblador.

2 Huey Long fue gobernador de Louisiana y posteriormente senador por ese estado. Era un político populista, partidario de un Estado nacional dominante y dispuesto a tomar medidas radicales. Fue asesinado antes de contender con Roosevelt en 1936 por la nominación demócrata en las primarias presidenciales. Muchos historiadores

piensan que tenía la madera, el entorno y las intenciones para volverse un dictador.

3 Tisei Kaizoji y Michiyo Kaizoji, *A Mechanism Leading from Bubbles to Crashes: The Case of Japan's Land Market*. Division of Social Sciences, International Christian University, 2003.

4 El periodo de Alan Greenspan al frente de la Reserva Federal comenzó en agosto de 1987, nombrado por Ronald Reagan, y terminó en enero de 2006, repitiéndose la historia al tocarle al “nuevo” presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, la crisis actual.

5 La contienda electoral entre el candidato republicano George W Bush y el demócrata Al Gore acabó siendo decidida a favor del primero por un fallo de la Suprema Corte de Justicia respecto a votos en disputa en el estado de Florida, entidad cuyos votos electorales definieron al ganador en la elección.

6 La *Fed funds rate* es la tasa de interés determinada por el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal y señala la tasa a la cual los bancos les prestan los fondos que mantienen en la Reserva Federal a otros bancos en operaciones a un día (*overnight*).

7 Existía la teoría de que el 1° de enero del nuevo milenio los sistemas de cómputo se iban a colapsar dado que muchos programas permitían notaciones con sólo dos campos para señalar el año en una fecha y por ende serían incapaces de reconocer el doble cero como año 2000, confundiéndolo con 1900.

8 La FDIC es la entidad federal que se creó en 1933, después del colapso bancario de 1929, para proveer a quienes hacían depósitos en bancos comerciales con un seguro federal que hoy en día cubre hasta 250 000 dólares por cuenta. Antes de la aparición de la FDIC, en caso de quiebra de un banco, los depositantes podían llegar a perder la totalidad del

monto depositado.

9 *Boston Globe*, 22 de noviembre de 1991.

10 Índice Case-Shiller.

11 Un barco carguero en la actualidad puede medir más de 200 metros de largo y cargar 16 o 17 veces más de lo que cargaba un barco en los años treinta, con una tripulación de cinco o seis personas. El más grande del mundo, el *Emma Maersk*, mide casi 400 metros y si se le cargara con contenedores llenos de plátanos, le cabrían 528 millones de éstos.

12 Discurso en el Stonier Graduate School of Banking, Washington, D. C., 12 de junio de 2006.

13 Austin Murphy, *An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions*, School of Business Administration, Oakland University, 2008, p. 3.

14 *Ibid.*, p. 2.

15 Dado que el seguro en este ejemplo cuesta el equivalente a 0.2%, le sigue conviniendo a la empresa contratar el seguro ( $4.5 + 0.2 = 4.7\%$ , se ahorra 0.3% de tasa, 300 000 dólares de intereses cada año, o seis millones de dólares durante la vida de la emisión).

1 Pues su casa vale 100 000 menos los 80 000 que debe, es decir 20 000, más los 10 000 que vale su automóvil, más los 3 000 en la chequera.

2 El precio de un bono es inverso a la tasa que ofrece. Si usted tiene un bono que se colocó en el mercado a un precio de 100 euros —y que, por ende, a su vencimiento le regresarán 100 euros— y paga una tasa de 4%, y todo el mundo trata de salir de esa inversión al mismo tiempo, tendrán que vender ese bono por debajo de su precio para atraer compradores. Si alguien compra ese bono a 98, por ejemplo, además de recibir la tasa de 4% recibirá el rendimiento adicional que proviene de haber comprado a 98 un bono que vencerá a 100, es decir, 2.04% (dos dividido entre

98); a menor precio, mayor tasa.

3 “Spain: the Hole In Europe’s Balance Sheet”, *Variant Perception*, 18 de agosto de 2009.

4 *Expansión*, 19 de abril de 2009.

5 *Variant Perception, op. cit.*

1 El presidente George W Bush firmó la ley que creaba el TARP el 3 de octubre de 2008.

2 Un “filibuster” es un proceso parlamentario en el cual uno o varios miembros del Senado pueden obstruir una votación sobre cualquier propuesta, apoderándose del foro y discutiendo el tema en forma interminable. Para forzar a que termine la discusión, las reglas del Senado estadounidense establecen la regla XXII si tres quintas partes de los senadores (60 de los 100) están de acuerdo en hacerlo.

3 En los años treinta, aún había un partido socialista y uno comunista. El apoyo al

primero pasó de 2.2% del electorado en 1932 a 0.23% en 1940, a pesar de la depresión; y el segundo recibió 0.26% y 0.1% en los mismos años.

4 Entre éstas, se rehusaban incluso a aprobar cosas tan incuestionables como el presupuesto comprometido para apoyar a los bomberos y policías que por trabajar en las labores de rescate en el ataque terrorista del 11 de septiembre en las Torres Gemelas inhalaban sustancias tóxicas y hoy padecen de cáncer pulmonar, fibrosis e infinidad de otros padecimientos graves.

5 El economista inglés John Maynard Keynes defendía que el ciclo económico puede ser suavizado utilizando estímulos monetarios y gasto público. La teoría neoclásica, posterior a Keynes, está en desacuerdo con el potencial de estas medidas para alcanzar niveles de “pleno empleo”, y defiende que lo que permite que se alcance equilibrio en la economía son los ajustes en los

precios.

6 Espero no ofender al explicar lo siguiente. Imagínense a un tipo que se dedica a vender pulseras y éstas se ponen de moda. Él tiene un inventario de 1 000 pulseras. Conforme se ponen de moda, él las va subiendo de precio en el mercado a 20 y luego a 30 dólares. A 30, su inventario vale 30 000 dólares. De repente, sale otra pulsera más bonita y ya nadie quiere las de él, por lo que ahora tiene que rematarlas a cinco dólares para recuperar algo. Su inventario valdría 5 000 dólares a ese precio. Hubo una diferencia de 25 000 dólares entre el punto más alto y el más bajo. Eso no quiere decir que alguien ganó o perdió dinero, es simplemente una diferencia de valuación. Con la bolsa pasa más o menos lo mismo. Si usted tiene 1 000 acciones de Apple, tiene el mismo porcentaje de la empresa independientemente de que la acción valga 50 o 300 dólares. Mientras no la venda, es sólo una diferencia de valuación.

7 Bernard Gwertzman, "Military-Industrial Complex Fifty Years On", *Council of Foreign Relations*, 13 de enero de 2011.

8 *Ibid.*

9 Nicholas Eberstadt, "The Demographic Future". *Foreign Affairs*, noviembre-diciembre de 2010.

10 Matsutani Akihiko, *Shrinking Population Economics: Lessons from Japan*, International House of Japan, Tokio, 2006.

11 Jack A. Goldstone, "The New Population Bomb", *Foreign Affairs*, enero-febrero de 2010.

12 *Ibid.*

13 <http://discuss.prb.org/content/mterview/de>

14 *Ibid.*

15 *Ibid.*

1 Los criterios de esta encuesta consideraron la calidad del profesorado, de sus publicaciones, frecuencia con la que se les cita en otros estudios, etcétera. Originalmente, es una calificación que se hizo con el objeto de entender el posicionamiento de las universidades chinas. Por cierto, ninguna universidad china entró en los primeros 100 lugares, pero cuatro están entre el lugar 100 y 200.

2 Dan Senor y Saul Singer, *Start-up Nation: The Story of Israel's Economic Miracle*, Twelve, Nueva York, 2009.