



# LOS ESTRAGOS DEL ESTALLIDO DE LA DEUDA

Sobre el mundo se cierne una gran amenaza.

Los gobiernos aseguran que estamos saliendo de la recesión y auguran crecimiento para los próximos años.

Pero no todos lo tienen tan claro. La deuda mundial alcanza los 240 billones de dólares, y en algunos países -como España- alcanza el 450% del PIB. ¿Hay motivos para estar alerta? / Laura Sánchez

B 20

*John W. Snow*  
Secretary of the Treasury.

100  
SERVEN



**H**emos salido de la crisis? Según los principales indicadores, estamos en ello. Pero las perspectivas de crecimiento, originariamente muy esperanzadoras, se van rebajando poco a poco. El Banco Mundial ha revisado a la baja en cuatro décimas su previsión de crecimiento para la economía global, desde el 3,2% de enero al 2,8%, según recoge en la nueva edición de su informe “Perspectivas económicas mundiales”, e insta a los países en desarrollo a impulsar sus reformas internas. Incluso, la directora gerente del Fondo Monetario Internacional (FMI), Christine Lagarde, reconoció recientemente que “la actividad económica mundial se debería fortalecer en la segunda mitad de este año y acelerarse en 2015, aunque el impulso podría ser más débil de lo esperado”. ¿Y cuál es la consecuencia de estas rebajas en las perspectivas de crecimiento? La deuda de los países y los insuficientes efectos de las reformas. Por ejemplo, la deuda de Estados Unidos ya supera los 60 billones de dólares. De acuerdo a los datos de la Reserva Federal de St. Louis, a diciembre de 2013 Estados Unidos acumulaba 59,4 billones de dólares de deuda, incluidos 17 billones de dólares en deuda pública. Esto supone que Estados Unidos contribuye a más de la cuarta parte de la deuda mundial, que se estima en alrededor de 240 billones de dólares. Cada vez es más nutrido el grupo de expertos que afirma que nos encontramos en un momento de represión financiera, donde los bancos centrales mantienen los tipos de interés por debajo

de la inflación, lo que lleva a muchos ahorradores e inversores a enfrentarse a altos riesgos y a bajos beneficios. Incluso, los mismos errores cometidos en el pasado, podrían volver a repetirse: “(Alan) Greenspan -ex presidente de la Reserva Federal estadounidense (Fed)- era el flautista de Hamelín en su pretensión de que los bancos centrales podían arreglar todos los problemas, resolver todas las crisis y hacer que los mercados levitasen”, comentan los escritores estadounidenses Jonathan Tepper y John Mauldin en su libro “Código Rojo”. Lo cierto es que muchos analistas alertan que podríamos estar a las puertas de una nueva guerra de divisas, en la que los gobiernos impondrán tasas y restricciones, así como estrictos controles de capital. De hecho, los expertos alertan que esto ya está pasando. Ya en el Foro Económico Mundial en Davos (Suiza) el pasado enero el multimillonario George Soros puso en la palestra las contradicciones a las que ahora se enfrentan los políticos. “La crisis financiera mundial ha ocurrido porque había demasiada deuda y demasiado dinero que vagaba por el mundo”, dijo.

#### EL EJEMPLO DE JAPÓN

Analizando la situación en Japón, los expertos advierten que el país no puede seguir aumentando su deuda a la tasa actual. La solución pasa por conseguir que su déficit esté por debajo de la tasa de crecimiento del PIB nominal. El país lucha contra la deflación y en agosto consiguió una tasa de inflación del 0,8%, el mayor ritmo de subida de los precios desde

noviembre de 2008. Así, Japón se encamina hacia el objetivo del 2% de inflación marcado por las políticas expansivas del Gobierno de Shinzo Abe.

Actualmente, el Gobierno de Japón dedica alrededor del 24% de sus ingresos al pago de los intereses de la deuda. Según Grant Williams, economista jefe de Mauldin Economics, si los tipos suben a sólo el 2,2%, el 80% de los ingresos se destinará sólo a pagar intereses. Incluso, con los actuales tipos bajos, la explosión de la deuda japonesa ha significado que los gastos de tipos de interés han subido de 7 billones de yenes a más de 10 billones”.

El caso de Japón es extremo. El país ha sufrido una recesión deflacionaria durante más de dos décadas. Su deuda pública se sitúa en el 240% de su PIB, los tipos de interés se han estancado y no hay control del déficit.

#### BURBUJAS

Los precios de las acciones han subido notablemente a nivel mundial en los últimos meses. Hay mucha liquidez en el

La deuda de los países y los insuficientes efectos de las reformas han hecho que los organismos internacionales rebajen sus perspectivas de crecimiento de la economía mundial

mercado y, como dicen los analistas, el exceso de liquidez (la creación de más dinero de lo que necesita la economía real) crea burbujas.

Los bancos centrales están tratando de que suban los precios de las acciones y los del sector inmobiliario. Aunque la intención es que estos precios suban moderadamente, la realidad es que en los últimos meses estamos siendo testigos de burbujas en diversas clases de activos, como los bonos corporativos y algunos mercados emergentes.

Los expertos comentan que, en el mercado de activos financieros, las burbujas se dan con cierta regularidad. Por ejemplo: la abundancia de oro en la década de los 70, la evolución del índice Nikkei de Japón en la década de los 80, el boom de las puntocom en la década de los 90, el mercado inmobiliario hasta 2007... Y lo cierto es que, según señalan los analistas, todas las burbujas se asemejan bastante en cuanto a sus causas, así como en sus fases.

¿Y cuáles son las fases por las que atraviesan todas las burbujas? El libro “Código Rojo” detalla cinco etapas: en primer lugar, desplazamiento. Esta consiste en un avance tecnológico real o un cambio económico que ofrece oportunidades de inversión. En segundo lugar, se produce el boom. Esta etapa se caracteriza por que otros inversores detectan la oportunidad y acuden a los recursos disponibles en el mercado, como los préstamos, para ayudar a financiar las compras. En este momento se está produciendo un endeudamiento.



La siguiente fase de la burbuja es la euforia, en la que todo el mundo finalmente detecta la oportunidad y trata de participar en la burbuja. Los precios se disparan, pero da igual, todo el mundo se quiere seguir uniendo a este boom.

Como todo globo que se infla y se infla, llega un momento que no se puede inflar y más y, entonces, estalla. Esta es la siguiente fase de las burbujas: el colapso. En esta etapa, los que tienen información privilegiada venden primero. Después, el resto intenta salir del atolladero como puede. En muchas ocasiones, las entidades financieras que han contribuido a esta burbuja o quiebran o ven sus cuentas de resultados notablemente afectadas.

La última fase de las burbujas es la revulsión. En esta etapa, casi todos los inversores han vendido y no quieren ni oír hablar de nada relacionado con la burbuja. Y los precios, por lo general, caen a mínimos insospechados.

En la práctica, las burbujas se producen cuando la multitud comienza a actuar en un mismo sentido. Los expertos aconsejan que se evite invertir cuando los valores ya no sean baratos, ya que las burbujas se distinguen por tener cotizaciones excesivas. Sin embargo, en las fases de revulsión de la burbuja sí existen oportunidades de compra interesantes.

Analizando las burbujas que se han producido en el mundo en los últimos años, nos damos cuenta de que algunas sí han sido muy rentables para algunos inversores que supieron comprar a un precio muy bajo y vender a precios altos, pero la realidad es que la mayoría llega tarde, invierte en la etapa de euforia y luego sufre pérdidas desastrosas.

Por tanto, si usted tiene la suerte de invertir en la fase de desplazamiento o en la de auge, sea realista y no persiga grandes

ganancias. JP Morgan se vanagloriaba de haber reunido su fortuna con ventas antes de tiempo, pero es mejor llegar pronto e irse pronto, que querer sacar el máximo partido posible a la fase de euforia y arruinarse después.

La experiencia vivida en las burbujas se puede aplicar ahora a la crisis de deuda. “Estamos construyendo una bomba de relojería con el vencimiento de 500.000 millones de dólares al año en los mercados de deuda, que vencerán entre 2018 y 2020, en un momento en el que los bonos no serán refinanciados con tanta facilidad como hoy en día”, advierte Wilbur L. Ross Jr., presidente y consejero delegado de la firma de inversión WL Ross.

Por tanto, según advierten los autores de “Código Rojo”, “proporcionar más deuda y más crédito después de una quiebra causada por el exceso de crédito es como sugerir whisky para paliar una resaca”. Y lo que no sabemos es que los mismísimos pirómanos son ahora los encargados del servicio de bomberos. Hablamos de los bancos centrales. Ellos “contribuyeron a la crisis económica a la que el mundo se enfrenta. Mantuvieron los tipos de interés demasiado bajos durante demasiado tiempo, se obsesionaron por controlar la inflación, incluso mientras se apartaban del camino de los bancos de inversión, observando cómo gozaban en una orgía de crédito. Los banqueros centrales fueron completamente incompetentes y no pudieron prever la gran crisis financiera que se avecinaban”, espetan los autores de “Código Rojo”. El problema es que ahora los gobiernos necesitan a los bancos centrales para erosionar la montaña de la deuda mediante la emisión de moneda y la creación de inflación. /

**JONATHAN TEPPER, AUTOR DE 'CÓDIGO ROJO'**

# 'La convulsión que viene afectará a todo el mundo'

Cada vez son más los libros que ahondan en la crisis económica, su origen, sus consecuencias, cómo salir de ella sin morir en el intento... En DIRIGENTES destacamos "Código Rojo", escrito por Jonathan Tepper y John Mauldin, autores del bestseller "Endgame" (Final del juego), de 'The New York Times'. /L. Sánchez



Jonathan Tepper, uno de los autores del libro 'Código Rojo'. Abajo, la portada del libro.



El libro desgrana en qué momento se encuentra la economía mundial, explicando detenidamente cómo vienen trabajando los bancos centrales y cómo eso nos afecta a todos. En la primera parte del libro, Tepper y Mauldin hacen hincapié en el entorno europeo, con especial atención al caso español con el capítulo "España: los peores reguladores de la galaxia", en el que desnudan las políticas financieras españolas y advierten de las nefastas consecuencias que tienen en nuestra sociedad en general y en nuestros ahorros en particular.

"Código Rojo" advierte, incluso, que podemos estar ante una nueva crisis mundial. DIRIGENTES entrevista a Jonathan Tepper, uno de los autores del libro. Tepper ha trabajado

en prestigiosas entidades de la talla SAC Capital y Bank of America, y es el fundador de Variant Perception, un grupo de investigación macroeconómica que abastece de información a gestores de activos.

## ¿En qué se basa para afirmar que viene una inminente nueva crisis financiera mundial?

Siempre hay crisis (la 'Crisis Tequila' de México 1994, la crisis asiática de 1997, la quiebra de Rusia en 1998, el estallido de la burbuja de internet en 2000 y la recesión de 2001, la crisis bancaria de 2008, la crisis europea de 2010-12, etcétera). Eso no cambiará. La cuestión es qué tipo de crisis vendrá y cuáles serán sus características. El problema que el mundo tiene hoy es que ya han pasado seis años de la quiebra de Lehman Brothers, pero sin embargo los niveles de deuda han subido en casi todo el mundo en vez de bajar.

## ¿Entonces cree que volveremos a caer en los mismos errores?

Las crisis no se pueden predecir con exactitud. Se puede comparar con balancear una regla sobre tu dedo. Alguien puede empujar la regla y ésta se puede caer o el viento puede soplar y la regla se puede caer. Pero lo que causó la caída no fue el empujón o el viento. La regla cayó porque fundamentalmente era inestable. El sistema financiero en 2008 era inestable. Y hoy lo sigue siendo.

## En el libro dicen que la inflación consumirá los ahorros y los bonos del Estado serán destruidos... ¿Cómo podemos percatarnos de que estamos a punto de sufrir una nueva crisis financiera, cuáles podrían ser los desencadenantes?

En el caso de los bonos del Estado, de lo que hay que estar pendiente es de si sube la rentabilidad de estos bonos. Esto puede pasar en Estados Unidos, Reino Unido, Europa y Japón. Tampoco hay que perder de vista el mercado de divisas: el yen, el dólar o la libra pueden perder valor en relación con otras monedas fuertes o con las materias primas. En los años 30, las divisas perdieron su valor, y en los 70, fueron los bonos que perdieron valor. Habrá que estar pendientes de estos dos condicionantes.

## Entonces, ¿qué activos tienen 'código rojo' en cuanto a los mercados se refiere?

Creo que comprar bonos del Estado ahora en casi todos los países desarrollados es condenarse a perder dinero. En la mayoría de los casos, la inflación está por encima del rendimiento de los bonos. Hace falta ser prudente, invertir en buenas compañías y, si no encontramos empresas baratas, tener efectivo a mano.

## ¿Cree que esta crisis ha sido provocada por el ansia de riqueza de algunos?

Todas las crisis vienen por el ansia de riqueza, pero el ser humano no cambiara.

## ¿Qué le depara a España?

España tendrá otra crisis de deuda. El déficit sigue siendo muy alto, la deuda continúa creciendo y el rendimiento de los bonos españoles está por encima del crecimiento del PIB nominal. Con estos condicionantes, no se estabilizará la deuda del país. Además, el crecimiento en España es muy bajo, y para crear empleo hace falta mucho mayor crecimiento. Seguramente, el Banco Central Europeo tendrá que comprar bonos de la periferia.

## Dicen en su libro que el dinero es gravado por los bancos centrales para conseguir que la gente gaste en vez de ahorrar. ¿A qué se refieren?

Cuando las tasas de interés son menores que la inflación, se crea un tipo real negativo. Por ejemplo, con tipos de interés a 1% y la inflación al 3%, se crea un tipo real negativo del 2%. Cuando pasa esto, es mejor comprar bienes hoy que tener efectivo y perder dinero por culpa de la inflación.

## Ustedes dicen que "proporcionar más deuda y más crédito después de una quiebra causada por el exceso del crédito es como dar whisky para paliar una resaca". ¿Cuál sería entonces la solución para terminar con el exceso de deuda y para abrir el grifo del crédito?

Si las deudas no se pueden pagar, lo mejor es tener más morosidad y quiebras. Intentar esconder los problemas con ti-

**"España tendrá otra crisis de deuda. El déficit sigue siendo muy alto, la deuda continúa creciendo y el rendimiento de los bonos españoles está por encima del crecimiento del PIB nominal"**

pos bajos y refinanciaciones no funciona. No funcionó para Japón, por ejemplo.

## ¿Cree que el mundo ha aprendido algo de la crisis de 2008 o no?

Los generales siempre pelean la última batalla. Se han aprendido lecciones, pero las siguientes guerras siempre son distintas.

## En el libro hablan de las políticas de 'código rojo'. ¿A qué tipos de políticas se refieren?

A la devaluación de divisas, flexibilización cuantitativa, represión financiera creando inflación por encima del rendimiento de bonos o de depósitos, etcétera. La convulsión que viene afectará a todo el mundo.

## ¿Qué opina del rescate bancario a España?

España sufrió una crisis de deuda que requería un rescate por parte de la Unión Europea y luego requería el compromiso de Mario Draghi -presidente del BCE- para hacer lo que fuera necesario, como comprar bonos españoles y proteger el euro. La curva de rendimiento en España se había invertido, España tenía dificultades para financiarse en los mercados. Y algunos bancos españoles estaban en quiebra. Era necesario un rescate.

## En "Código Rojo" mencionan a las "empresas zombis". ¿A qué se refiere?

Las empresas zombis son promotoras españolas y otras compañías de otros sectores a las que se les refinancia la deuda aun cuando no pueden pagarla. En estos casos, los bancos prestan a firmas sin crecimiento y con problemas, lo que hace que no fluya el crédito a otras compañías solventes y con crecimiento. Los economistas lo llaman "selección adversa".

## ¿Cómo explican ustedes la crisis de los emergentes? ¿Seguirán afectando a la economía mundial?

Cada emergente es distinto, pero en general se puede decir que el dinero "gratis" de los mercados desarrollados ha financiado déficits de cuenta corriente. España en 2007 tenía grandes déficits de cuenta corriente. Siempre hay problemas cuando entra mucho capital para financiar consumo y el capital luego se va. Crea devaluaciones y crisis.

## Para estar prevenidos: ¿Cuál es su receta para salir de la crisis?

Yo tendría un nivel mucho mayor de quiebras y quitas para reducir las deudas. En cambio, los bancos centrales solo quieren bajar tipos de interés para crear un subsidio para deudores. /





La crisis de 1929, conocida como La Gran Depresión, está considerada como la crisis más larga de la historia.

## / QUÉ PODEMOS APRENDER DE OTRAS CRISIS /L.S.

Si hay una crisis por antonomasia que haya marcado al mundo, ésta es la crisis de 1929, conocida como La Gran Depresión. Se originó en Estados Unidos, a partir de la caída de la bolsa un fatídico 29 de octubre de 1929 -que pasaría a la historia como 'Martes Negro'- y rápidamente se extendió a casi todos los países del mundo.

La Gran Depresión está considerada como la crisis más larga de la historia. Su duración depende de los países que se analicen, pero en la mayoría comenzó alrededor de 1929 y se extendió hasta finales de la década de 1930 o principios de los 40.

La depresión tuvo efectos devastadores en casi todos los países, ricos y pobres. Afectó a la renta nacional, los ingresos fiscales, los beneficios de las empresas y los precios de los productos básicos, sectores como la industria, la agricultura o la construcción, el comercio internacional...

Los países comenzaron a recuperarse progresivamente a mediados de la década de 1930, pero sus

efectos negativos en muchos países duraron hasta el comienzo de la Segunda Guerra Mundial.

La crisis del 29 sacudió totalmente la confianza en la capacidad autorreguladora del mercado. Tras el fracaso del Estado liberal, que consideraba la economía como un ámbito casi exclusivo de la iniciativa privada, se pasó al Estado intervencionista, es decir se le dio al Estado el papel de controlar y regular la economía.

Ahora, la historia se repite. La crisis que ha asolado al mundo en los últimos siete años también se originó en los mercados financieros de Estados Unidos, y sus consecuencias han afectado a casi todos los países del mundo.

Para evitar que volvamos a tropezar en la misma piedra, los organismos reguladores, como la Reserva Federal estadounidense (Fed) o el Banco Central Europeo (BCE) ya han comunicado que ejercerán el control al 100% sobre las entidades financieras, con la intención de que no volvamos a caer en otra gran crisis bancaria.