

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Julio 12 de 2012

La venganza del 'Exceso de Ahorro': de los tesoros al *sub-prime* AAA

La llamada Gran Recesión (2008-2012) ha completado ya cinco años a nivel global y aún no logra resolver los riesgos recesivos, las elevadas tasas de desempleo, las corridas bancarias y el creciente endeudamiento público. Causa particular sorpresa la llamada "trampa de liquidez", resultante de mantener tasas de interés reales negativas, especialmente en los activos "refugio" que representan los bonos del tesoro de los Estados Unidos y de Alemania.

Paradójicamente, este renovado interés por inversiones en dichos "activos refugio" constituye una especie de revancha de la hipótesis del "Exceso de Ahorro" (*Savings Glut*) en Asia a través de la cual Bernanke explicaba la gran disponibilidad de recursos en el mundo desarrollado que dio lugar a la sobre-expansión crediticia del período 1995-2007. Su contrapartida fueron las tasas de interés reales más bajas de las últimas tres décadas y, por supuesto, las burbujas financieras que estallaron en 2007-2008 en Gran Bretaña y Estados Unidos y, tardíamente, en España y vecindades en 2011-2012. Se trató de la mayor "alquimia financiera" global, donde créditos hipotecarios *sub-prime* terminaron disfrazados de bonos supuestamente triple A, recurriendo al complejo mercado de derivados y CDSs. Eso que Greenspan denominó en 2004 como el "*conundrum*" de la curva de tesoros, corrigiendo a la baja antes de tomar acciones el propio FED.

El sistema financiero, dados los riesgos del sector privado, se ha convertido en un financiador neto del fisco a nivel global, donde los bancos centrales proveen la liquidez requerida para ello a través de sus "*bazookas*" de QEs-LTROs. El crédito al sector privado está postrado, las economías del mundo desarrollado crecen a tasas subpar, y los bancos centrales han perdido su pudor de independencia frente a gobiernos fiscalmente irresponsables. El gráfico adjunto ilustra cómo las tasas de los tesoros americanos se redujeron bruscamente durante 2007-2009, mientras ocurría algo similar con las tasas de los bonos alemanes y japoneses, como resultado de esta abundante liquidez.

Por ejemplo, la FED ha incrementado su hoja de balance a casi US\$3 billones (20% del PIB), donde los tesoros americanos explican dos terceras partes de sus activos, acaparando la FED casi el 20% de la deuda gubernamental frente a niveles inferiores al 10% de finales de 2008 (antes de QE1-2 y la "Operación Twist"). ¡¡¡Ni la llamada Cuenta Especial de Cambios hacía semejantes milagros fiscales en la Colombia de los años ochenta!!!

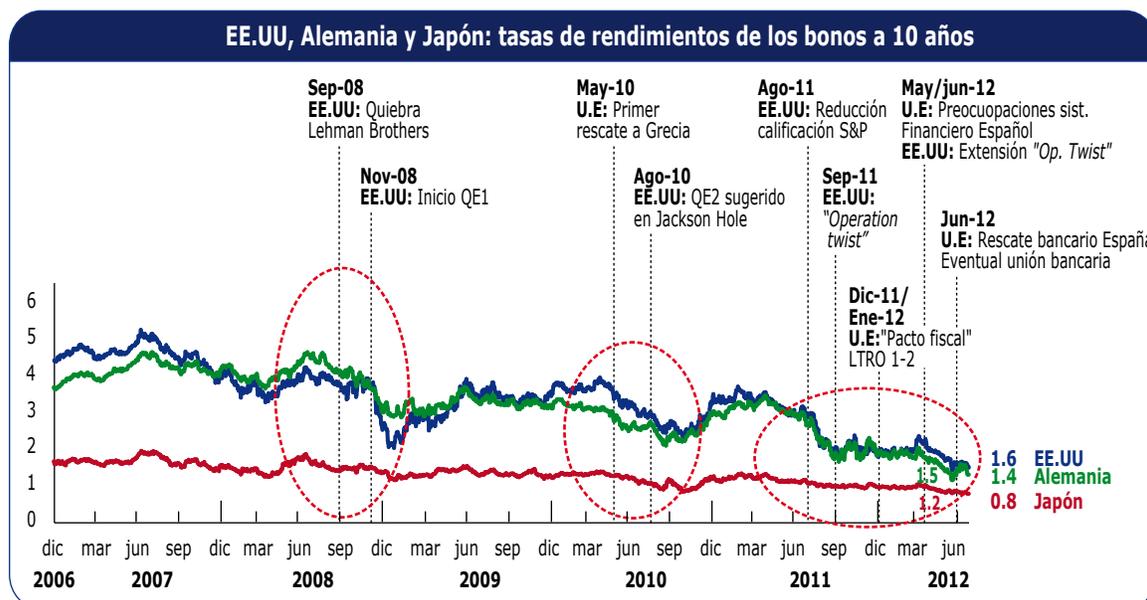
Continúa

Director: Sergio Clavijo
 Con la colaboración de Nelson Vera

El Banco de Inglaterra ha hecho algo similar, multiplicando por 5 su hoja de balance durante 2008-2012, hasta representar un 25% del PIB. El Banco Central de Japón se ha convertido en toda una “geisha económica”, complaciendo al fisco y a la banca privada, hasta llevar su hoja de balance al 30% del PIB. Por último, la hoja de balance del BCE ronda el 32% del PIB, donde los préstamos bancarios de largo plazo ya acaparan casi un tercio de sus activos, en momentos en que se habla peligrosamente de “Unión Bancaria”, lo cual implicaría expedir el equivalente a un capital-garantía (tipo Fogafin) a toda la Zona Euro, lo cual haría estallar en pedazos el activo y la credibilidad del BCE.

En medio de la nueva turbulencia global de junio-julio de 2012, incluyendo corridas bancarias en Grecia y España, la tasa de los tesoros americanos se ha perfilado hacia 1.5% nominal, casi -0.5% real. ¿Cómo puede estarse financiando el monstruoso déficit de los EE.UU. con “premium-real-negativo” en medio de semejante debilidad macroeconómica (crecimiento del 2% y desempleo del 8%)?

La respuesta tiene que ver con la “complacencia fiscal internacional” y el desdibujado papel que están cumpliendo los Bancos Centrales del mundo desarrollado, donde la miopía del momento les exige concentrarse en atajar el colapso cambiario y las corridas bancarias (ver *Comentario Económico del Día* 27 de junio de 2012). Hacia el mediano plazo no existe alternativa diferente a la de combinar la mayor austeridad fiscal con un marco regulatorio más sólido para evitar que los “excesos de ahorro de Asia” se conviertan en una parranda fiscal del G-7, cuyos daños bien podrían dejar un lastre durante todo el periodo 2008-2018.



Fuente: elaboración Anif con base en Bloomberg.