

BOLSA DE COMERCIO DE SANTA FE
PROGRAMA NUEVOS DIRIGENTES

CONFERENCIA DEL SEBASTIAN CANALE – PRINCIPALES CONCEPTOS
Jueves 2 de Junio de 2011

En primer lugar, muchas gracias por la invitación en torno a esta pequeña presentación. Siempre me pone muy contento poder participar de actividades relacionadas con la Institución. En efecto, por el año '92/'93, estando a punto de finalizar mi escuela secundaria (Colegio Inmaculada), la Bolsa de Comercio de Santa Fe me otorgó una beca para estudiar Economía en la Universidad Torcuato Di Tella, en Buenos Aires. Es decir que esta institución a mí siempre me abrió las puertas; fundamentalmente me ha permitido estudiar lo que yo quería estudiar. De allí mi felicidad de estar aquí presente y como siempre digo, a nivel laboral y personal, siempre estaré a disposición de quienes de alguna manera estén atados a la Bolsa, siempre estaré abierto y disponible para lo que puedan necesitar. En este sentido sepan que tienen un amigo, un aliado, una persona de confianza que si bien de pronto no conocen individualmente tiene ese compromiso, ese interés y apetito de ayudar en lo que pueda.

Mis estudios en la Licenciatura se prolongaron alrededor de 4 años y medio pero en ese mismo íterin tuve la posibilidad de hacer un intercambio en Estados Unidos y perfeccionar el inglés. Por lo tanto, terminé la carrera a finales del '96 comienzo del '97 y, en seguida, entré a hacer una pasantía muy breve en el ING, un Banco Holandés con sede en Buenos Aires. En ese momento el mercado financiero estaba pasando por un período de euforia, a lo mejor no lo recuerdan porque son más jóvenes, pero a mediados de los '90 realmente había mucha inversión extranjera; y el ingreso de capitales estaba principalmente enfocado a los servicios. Tuve la suerte de egresar justo en ese momento; como siempre digo, si la ventana se cerraba 3 o 4 años después las oportunidades profesionales lamentablemente no hubieran estado disponibles en la misma medida. Recuerden que no mucho tiempo después sufrimos la recesión 98/2001; es decir que de alguna manera siento haberme favorecido por el factor suerte.

Como les decía, entré en ING en el año 1996 y estuve allí 3 o 4 meses. Como en ese momento realmente había mucha demanda de los bancos por contratar gente con mi perfil, a mí me contrató *Lehman Brothers* para ir a Nueva York como analista de banca de inversión, cubriendo Latinoamérica. La banca de inversión es básicamente todo lo relacionado con adquisiciones, colocación de deuda y colocación de capital para compañías y para el gobierno. Por esos días también me entrevisté con *Merrill Lynch* y bueno me terminé yendo a Nueva York con *Lehman Brothers*. Irónicamente, esto inicia básicamente lo que sería mi prontuario. Porque como ya le he dicho a algunos en broma antes de iniciar la presentación, más que un curriculum el mío es un prontuario.

Mi carrera empieza en *Lehman Brothers*, una compañía global de servicios financieros que llegó a ser la más grande de la historia en Estados Unidos y terminó quebrando el 15 de septiembre de 2008. Por suerte yo ya había dejado la empresa. En el año '99, me pasé a *Merrill Lynch* que también estuvo a punto de quebrar. Como sea, desde ahí en adelante fueron 10 años en *Merrill Lynch*, buenos 10 años. Estuve en Nueva York y en México; me mudé a México a comienzos de 2002. A mí, como creo que a todo el mundo, la caída de las torres del 11 de septiembre me cambió bastante la vida; y, entre otras cosas, requirió que me tuviera que mudar a México. Piensen que nuestra oficina de *Merrill Lynch* estaba al lado de las torres

gemelas. En realidad toda esa parte sur de la isla de *Manhattan* se cerró por un tiempo y hubo una reestructuración muy grande en la compañía. En ese momento éramos 72.000 empleados a nivel mundial (año 2000/01) mientras que al final de 2002 éramos únicamente 48.000. O sea, un tercio de la gente perdió su trabajo luego de haber pasado por un importante proceso de fusiones. En ese momento a mi me preguntaron si me interesaba ir a México, en realidad fue como "...te querés ir a México, andate a México..." yo estaba trabajando mucho con ese mercado mientras que el sector bancario argentino ya se había aflojado considerablemente. Después vino la crisis y, además, era una buena experiencia aunque personalmente, en ese momento, no me quería ir a México me termine yendo. Siendo soltero, pensé que me iba a quedar un año máximo como para sobrevivir la depresión y me terminé quedando 5 años. Allí conocí a mi mujer, que no es mexicana, pero la conocí ahí y terminé teniendo mi primera hija que siendo mexicana siempre me recuerda el viaje. Por lo tanto también los considero como buenos 5 años. Finalmente, aunque tampoco era parte del plan, a finales de 2007 volví a Estados Unidos y allí vivo desde entonces aunque pronto pensamos mudarnos a España. Pero ese es el futuro.

Esos son, a grandes rasgos, mis antecedentes profesionales y, como les decía, ahora pueden entender la estrecha relación que me une con la Bolsa. Porque al final del día siempre estaré eternamente agradecido y eternamente endeudado con esta institución.

Antes de dar inicio al tópico central de la presentación, les pido que si surgen comentarios, si hay reacciones, si hay críticas o preguntas, recuerden que al final mi visión está fundada en una óptica un tanto alejada de Argentina. Y, en este sentido, corre el riesgo de estar equivocada en algunos aspectos. Pero bueno, también espero que sea enriquecedora, que pueda traer algunos datos y que les sea de utilidad.

Comencemos por poner un poco en perspectiva lo que pasó. La crisis debe considerarse teniendo en cuenta el tamaño de Estados Unidos versus otros países. Ni siquiera el tamaño de Estados Unidos como Economía, sino la dimensión de su sector de consumo que representa más o menos dos tercios de su producto bruto. Es decir 22% del PBI mundial. Esto es importante porque lo que pasó, el desastre que sucedió y que sigue estando vigente obedece a la gran estampida del endeudamiento privado. Aunque esta situación suele enfocarse en los Estados Unidos, en realidad se circunscribe también a gran parte de todo el mundo desarrollado occidental. Pensemos que en la década del '60 la deuda privada como porcentaje del ingreso disponible rondaba el 60%. En el punto máximo de la crisis este indicador superó el 130%, o sea, si tu ingreso familiar era de 100 dólares o 100 pesos tu deuda era de 130, Aunque se ha estado reduciendo levemente, hay quienes opinan, y creo que es lógico suponer, que esto tiene mucho mayor margen de encogimiento. Aquí se aplica el famoso concepto del apalancamiento, que es un mal término en español, una mala traducción del inglés pero que se encuentra en el centro de la problemática. La mejor forma de entenderlo es charlando sobre algunos indicadores.

En primer lugar, mientras que la morosidad en los préstamos inmobiliarios residenciales ha sido históricamente muy baja en EEUU, 2 o 3%, en el pico previo a la crisis se situaba en alrededor de un 11%. La cifra está tendiendo a bajar pero la idea es que se estabilice en valores digamos sustancialmente más altos que los históricos.

En segundo lugar, la morosidad en tarjetas de crédito y en pérdida por incobrables refleja indirectamente la tasa de ahorro de la economía de Estados Unidos. Esta última siempre ha sido extremadamente baja. Sin embargo, uno de los efectos que generó esta crisis es que básicamente el consumo se retraiga y el ahorro empiece a subir. Un resultado en algunos

aspectos saludable pero al mismo tiempo contraproducente en términos de recuperar la actividad económica.

En tercer lugar, el endeudamiento general del sistema financiero en Estados Unidos realmente explotó por las nubes. Pero es el apalancamiento de sistema el que originó el verdadero problema. Cada hipoteca que se generaba en Estados Unidos se “empaquetaba”. Por ejemplo, si yo dijera que cada uno en esta mesa tiene una hipoteca y por ende una deuda con los bancos, lo que se hacía para poder generar más hipotecas es juntar todas las existentes y atomizar la deuda revendiendo los derechos de cobro a otras entidades. Al final se prestaba hasta el 100% del valor del inmueble sin ningún tipo de control sobre la documentación de fondo. Es decir, un ilegal mexicano que recolectaba por ejemplo frutillas podía acceder a un crédito de 750.000 dólares. Hasta salieron a la luz casos de prostitutas que eran dueñas de 4 o 5 propiedades. Yo viví una historia parecida una vez que estuve personalmente en Washington. Fui a una reunión del Fondo Monetario y el chofer de la limusina que nos llevaba de pronto nos dice: “...miren tengo estas propiedades en venta...”, yo le pregunté (esto fue a comienzos del 2008), “...¿También sos agente inmobiliario? No, no, son mías...”. El tipo estaba vendiendo 4 o 5 departamentos en Miami. Como les decía, el tema estaba en que los bancos, para seguir prestando, empaquetaban todas las hipotecas. Las separaban en porciones, las revendía a otros fondos, se inmiscuían con bonos colateralizados, etc. Lo peor de todo es que las hipotecas tenían calificación triple A otorgadas por las agencias. Todo el sistema estaba corrupto y la incobrabilidad del 11% en realidad se magnificaba por el apalancamiento que generaba la cantidad de deuda que había en el sistema. Cada peso inicial de la hipoteca no era un peso de deuda, estaba multiplicado más o menos por un factor de 30. Y al final lo que había pasado era que no había suficientes hipotecas en el sistema, no se generaba suficiente cantidad de hipotecas para sostener el mecanismo. Entonces ya no eran sólo los bancos, sino todos los involucrados los que se mostraban en cierto frenesí de generar papel hipotecario, empaquetarlo y revenderlo.

En cuanto al sector público americano, su nivel de deuda soberana es insostenible. Allá existe un límite que el congreso impone, y como habrán visto, recientemente el gobierno de Estados Unidos estuvo a punto de colapsar si no se llegaba a un acuerdo para subir dicho límite. Esta es una situación seria, hay quienes lo postulan como el fin de la era hegemónica de Estados Unidos en el mundo. Es muy difícil, por otra parte, concluir en que esto va a pasar, pero si uno mira la proporción de producto bruto que se adeuda realmente da miedo. La proporción está acercándose al 100%; hay otros países como Japón que se acercan al 200%. Una economía que también está en serios problemas. En Argentina, por ejemplo, hoy por hoy la deuda respecto al producto bruto es un cociente mucho más bajo.

La discusión hoy en Estado Unidos es muy clara. Si uno piensa en el periodo de bonanza norteamericana, después de la segunda guerra mundial, esto realmente se empieza a descontrolar hace un par de décadas. Durante todo el crecimiento fuerte de Estados Unidos, su reposicionamiento como potencia claramente se dio de la mano de una tasa de endeudamiento bastante baja. Hay mucha gente que piensa que esto se termina. Especialmente si uno cruza esta información con la evolución de la base monetaria que ha sido realmente explosiva. Considerando la velocidad del dinero, lo que se pronostica es un escenario inflacionario en Estados Unidos. Es decir, se emite dinero y no hay una rápida absorción de ese dinero; en mi opinión la inflación podría tender a acelerarse.

En 2008 se dispara la base monetaria como reacción de la autoridad monetaria para inyectar liquidez en el sistema y evitar una segunda gran depresión. Eso esta bien, digamos es lógico, justo y es correcto porque obviamente estábamos hablando de una crisis muy severa. El

problema es que durante 2010 lo que se observa es que a partir de marzo se produce una baja, después se estabiliza y finalmente vuelve a dispararse. Esto último es claramente inflacionario y difícil de entender. Si este escenario perteneciera a la evolución de la base monetaria en Argentina, con los índices de inflación que tiene, lo creería; pero estamos hablando de Estados Unidos, un país con independencia del banco central. En cuanto a la velocidad de circulación, lo cierto es que se ha planchado. Esto significa que la gente no está pidiendo préstamos y los bancos no están prestando. Al final del día todo este dinero que se está creando no está todavía entrando en el propio sistema americano y tal vez por eso no está generando por el momento problemas de inflación. Desde mi interpretación, y creo que es la interpretación de mucha gente, en la actualidad está sonando una alarma. Muchas cosas negativas están pasando en el mercado financiero.

Otro tema relacionado con todo esto es el precio de los *commodities*, el precio de las materias primas y las acciones de las empresas que están relacionadas con estos activos. Mi opinión es que todo este dinero que está siendo creado, no está siendo prestado, no está siendo demandado para proyectos de inversión; está yendo nuevamente a especulación. Y en el proceso se está inflando artificialmente el precio de muchos bienes reales y muchos bienes financieros. Fíjense por ejemplo lo que está pasando hoy con el precio del oro, el oro está rompiendo nuevos *records* casi de manera semanal. Todo esto va de la mano de la expansión descontrolada, del crecimiento de la base monetaria de Estados Unidos. Veamos, precio del oro disparado, el precio del petróleo se ha corregido un poco pero recientemente también se ha disparado, el precio de las materias primas se ha disparado. Es decir, tomemos las materias primas agrícolas, petróleo, metales, básicamente todas las materias primas se han disparado.

Y lo mismo sucede con los activos financieros de los mercados emergentes. El consenso general entre los analistas suele volcarse sobre una mayor demanda de China; la historia de una demanda circular, crecimiento circular, restricción de oferta, por lo cual suponen que esto tiene que seguir subiendo.

El mensaje que a mí me gustaría transmitir, no porque creo que sea el correcto, sino porque me parece que es diferente, introduce una voz de alarma. Digamos, es cierto que hay una tendencia de largo plazo que favorece a los *commodities* agrícolas por la demanda que viene de China e India. Pero en una visión coyuntural, de más mediano y corto plazo, prevalece la idea de que cuando Estados Unidos deje de inyectar liquidez y cuando los mercados centrales de los países grandes digamos el Banco Central Europeo, el Banco Central Americano empiecen a subir las tasas, los precios y los flujos de capital van a tener que corregirse. Todo ese excedente de liquidez que hoy está persiguiendo mercados emergentes, inversión en *commodities*, toda esa euforia que está inflando el precio de las materias primas, va a desinflarse en el corto plazo. Mi impresión es que hay un alto componente especulativo; aunque la demanda real exista.

Sebastián Canale
Grupo HSBC

Director de Banca de Inversión para Latinoamérica