Opinión

¿EL FIN DE LA NUEVA NORMALIDAD?

MohamedA. El-Erian

Asesor Económico en Jefe de Allianz y Jefe de Consejo de Desarrollo Global de Obama. Su próximo libro será *'The OnlyGame in Town: Central Banks, Instability, and Avoiding the Next Collapse'*

Justo cuando comienza a ganar aceptación general la noción de que las economías occidentales entran en una "nueva normalidad" de bajos índices de crecimiento, comienzan a surgir dudas sobre su continuidad. En lugar de ello, puede que el mundo se encamine hacia una encrucijada económica y financiera cuya dirección dependa de las decisiones de políticas clave que se adopten.

A principios de 2009, prácticamente nadie hablaba de la "nueva normalidad". Por supuesto, la crisis financiera global que había estallado hacía unos cuantos meses generó caos en todo el mundo, contracción de la producción, aumento del desempleo y el colapso del comercio.La disfunción era evidente incluso en los segmentos más estables y sofisticados de los mercados financieros.

Sin embargo, el instinto de la mayoría de la gente tendió a caracterizar el *shock* como temporal y reversible, una alteración en forma de *V* con una aguda caída y una recuperación rápida Después de todo, la crisis se había originado en las economías avanzadas, habituadas a manejarse con ciclos de negocios,y no en los mercados de los países emergentes, donde predominan fuerzas estructurales y seculares.

Pero la mayoria de los observadores ya vieron signos de que tendría consecuencias más profundas y que las economías avanzadas se enquistarían en una frustrante e inusual trayectoria de bajo crecimiento. En mayo de 2009, mis colegas de Pimco y yo hicimos pública esta hipótesis, llamándola la "nueva normalidad".

El concepto tuvo una recepción más bien gélida en los círculos académicos y políticos, respuesta comprensible si se considera el fuerte condicionamiento a pensar y actuar cíclicamente. Pocos estaban preparados para admitir que las economías avanzadas lo habían apostado todo al modelo equivocado, y mucho menos que deberían dirigir la mirada hacia las economías emergentes para tener mejores perspectivas sobre los impedimentos estructurales al crecimiento, como el sobreendeudamiento y el exceso de la desigualdad.

Pero la economía no se recuperaba. Por el contrario, el lento crecimiento y el alto desempleo no sólo persistieron por años, sino que también empeoraron los tres factores de la desigualdad (ingreso, riqueza y oportunidades). Las consecuencias se extendieron mucho más allá de la economía y las finanzas, afectando los acuerdos politicos regionales, amplificando las disfunciones politicas nacionales y alimentando a los partidos y movimientos antisistema

> La influencia de las políticas monetarias no convencionales está llegando a sus límites

Puesto que se hace cada vez más dificil justificar la expectativa de una recuperación en *V*, finalmente la "nueva normalidad" ha ido ganando una aceptación generalizada. En el proceso, adquirió algunos nuevos calificativos. La directora gerente del Fondo Monetario Internacional, Christine Lagarde, advirtió en octubre de 2014 que las economías avanzadas se enfrentaban a una "nueva mediocridad." El exsecretario del Tesoro de EEUU Larry Sununers previó una era de "estancamiento secular."

Hoy ya no es inusual sugerir que Occidente podría permanecer en un equilibrio de crecimiento de bajo nivel por un periodo inusualmente largo. Sin embargo, como explico en mi libro *La* única *apuesta: los bancos centrales, la inestabilidad y la necesidad de evitar el próximo colapso,* ese equilibrio se está desestabilizando por las crecientes tensiones y contradicciones internas, junto con la excesiva dependencia en las políticas monetarias.

De hecho, la influencia paliativa de las políticas monetarias no convencionales está llegando a sus límites por el aumento de las burbujas financieras, el empeoramiento de la desigualdad y el empuje que han ido ganando las fuerzas políticas no tradicionales (y, en algunos casos, extremas).Parecen cada vez más débiles las perspectivas de que esas políticas sean capaces de mantener en marcha los motores de la economía, incluso en niveles bajos. En lugar de ello, la economía mundial parece encaminarse a otras encrucijadas, situación que creo se alcanzará dentro de los próximos tres años.

> El temor es que acabemos por mirar al periodo de la nueva normalidad como uno de calma

Tal vez no sea un panorama indeseable. Si las autoridades ponen en práctica una respuesta más amplia, pueden hacer que sus economías sigan un camino más estable y próspero que implique un crecimiento alto e inclusivo, la reducción de la desigualdad y una genuina estabilidad financiera. Sería una respuesta que incluya reformas estructurales de fomento al crecimiento (como una mayor inversión en infraestructura, una reforma tributaria y la reorientación del mercado laboral), una política fiscal con mayor capacidad de respuesta, alivio a los focos de endeudamiento excesivo y una mejor coordinación global. Todo ello, en conjunto con las innovaciones tecnológicas y la disposición de fondos corporativos que se encuentran en segundo plano, podría dar impulso a la capacidad productiva y generar un crecimiento más rápido e inclusivo, al tiempo que se validan los precios de los activos, que hoy están en niveles artificialmente altos.

El otro camino al que el mundo se verla empujado si se sigue con la actual disfunción política llevaría a una multitud de políticas localistas y sin coordinación entre sí para hacer frente a la recesión económica, la mayor desigualdad y la grave inestabilidad financiera. Además de afectar el bienestar económico de las generaciones actuales y futuras, este resultado socavaría la cohesión social y política

No hay nada predestinado en la manera en que se adopte una u otra opción. En realidad, tal como están las cosas, es frustrante la dificultad que existe para predecirlo. Pero en los meses venideros, a medida que las autoridades se enfrenten a una cada vez mayor volatilidad financiera, veremos algunas señales de cómo se irá desenvolviendo la situación.

La esperanza es que apunten a medidas más sistemáticas y, por ende, eficaces. El temor es que no logren salir de una excesiva dependencia en los bancos centrales y acabemos por mirar, en retrospectiva, al periodo de la nueva normalidad como uno de relativa calma y bienestar, a pesar de sus límitaciones y frustraciones.

© Project Syndicate

EL LBO: UN CONCEPTO ECONÓMICO ENTRE EL RIESGO Y LA BANCARROTA

Jordi Castells

Socio Insolnet SL

El LBO, acrónimo del término inglés Leveraged Buy Out, es un concepto que nos rodea cada vez con más frecuencia, principalmente en los medios de comunicación, asomándose a menudo en las noticias de corte económico, pero, ¿Sabemos realmente qué es esto del LBO?

Podemos definirlo como un método financiero que tiene por objeto la adquisición de una empresa usando para ello, como instrumento de financiación, el valor de los activos de la misma sociedad que queremos comprar. De una manera muy simplista, un ejemplo sería comprar una sociedad por 50.000 euros y para pagarla utilizar los 50.000 euros que la sociedad que adquirimos tiene en caja.

En términos reales, sin embargo, estamos hablando de operaciones mucho más complejas, ya que la sociedad que es adquirida normalmente arrastra problemas financieros anteriores, que son los que la hacen receptiva a aceptar este tipo de operaciones. Usualmente, la entidad ha mantenido relaciones con el adquiriente y la operación resulta menos nítida que el ejemplo ilustrado anteriormente.

En añadido, es importante resaltar que la operación resulta apalancada porque normalmente el precio no se pagará con la tesorería actual de la empresa obtenida, sino que el precio se pagará con los flujos financieros que esta obtenga en el futuro. Es decir, para ser adquirida, la empresa comprada tendrá que trabajar y lograr flujos de caja que son los que utilizará la compradora para adquirirla.

> Se trata de una operación difícil, dado que la empresa adquirida suele estar en apuros

Y si hablamos de futuro, hablamos de riesgo, porque, ¿quién asegura que la empresa comprada logrará los fondos que prevé en el futuro? La respuesta a esta pregunta empieza a dar luz sobre el riesgo que implican este tipo de operaciones: Quien asume la inseguridad de que la empresa adquirida pueda pagar son los acreedores de la sociedad comprada, que se verá en la tesitura de tener que lograr un margen extra de su actividad ordinaria para poder pagar esa compra.

Para salvar este riesgo, la empresa adquiriente y las entidades financieras podrían buscar garantizar la operación estableciendo derechos reales sobre las acciones/participaciones o sobre los activos más relevantes de la sociedad obtenida. Estas garantías no están permitidas ya que se considerarían asistencia financiera, y son sancionables según establece el art. 157 de la Ley de Sociedades de Capital. Para ello, se articulan otra serie de vías como adquirir directamente activos de la sociedad (y aquí deberá velarse porque el precio de la transacción sea el correcto) o realizar una fusión apalancada de las que se refiere el art. 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales. En cualquier caso, la empresa adquirida deberá endeudarse, y en consecuencia pagar más intereses y trabajar de manera más estresada, lo que hará que se incremente el riesgo de que finalmente no pueda cumplir sus obligaciones de pago y entre en concurso (bankruptcy en inglés).

Es por ello que el LBO tiene otra acepción, no académica: Large Bankruptcy Opportunity, que augura el final que le puede esperar a la empresa comprada: la Bancarrota.