

# ABANDONEN EL BARCO

Los inversionistas navegan en una tormenta de créditos y entre preocupaciones por los mercados de préstamos

El simbolismo es casi perfecto. De acuerdo con TheStreet.com, sitio web de finanzas, John Devaney, gestor de fondos de cobertura de riesgo, ha puesto a la venta su yate de 42 metros llamado *Positive Carry* junto con su mansión de 16 dormitorios en Aspen, Colorado. Los fondos administrados por el grupo de Devaney, United Capital, han tenido que suspender pagos a sus inversionistas después de fuertes pérdidas en su inversión en bonos hipotecarios.

Irónicamente, los antecedentes de Devaney sugerían los excesos por venir. Utilizó su tarjeta de crédito estudiantil para comprar una casa, sobre la cual obtuvo una segunda hipoteca. Pero la imprudencia de Devaney no era inusitada en la reciente bonanza global de créditos, donde la explosión de préstamos se volvió lugar común. Los ejecutivos bancarios vivirán atormentados por el recuerdo de los préstamos Ninja (a personas sin ingresos, sin empleo, sin bienes) y los Pik (de *payment in kind*, pago en especie, que daban a los deudores la posibilidad de pagar intereses con la firma de más pagarés, en vez de pagar en efectivo).

Los gerentes de fondos de cobertura de riesgo, como Devaney, estaban felices de obtener financiamiento para comprar esos créditos con un diferencial a su favor, esto es, el rendimiento de esas acciones era mayor que el costo de financiarlas. Lo que olvidaban era que confiar en esos instrumentos conlleva un riesgo: que el deudor no reembolse el préstamo.

Ahora, por fin, los inversionistas y prestamistas han despertado. A partir de junio, la prima que los deudores más arriesgados deben pagar sobre deuda pública se ha elevado. Este es un problema para empresas y bancos que se encuentran a punto de contratar. El financiamiento de paquetes para adquirir Alliance Boots, cadena británica de asistencia médica, y Chrysler, el tercer gigante automotriz de Estados Unidos (EU), se ha diferido. Merrill Lynch dice que alrededor de 35 contrataciones sobre bonos o créditos fueron canceladas o reestructuradas en las cinco semanas anteriores. Y no son sólo los deudores más aventurados quienes han sido afectados. A escala mundial, sólo 98 mil millones de dólares (mdd) de bonos de grado de inversión (de los deudores más solventes) se emitieron en julio, la cifra más baja desde agosto de 2004.

La grave situación del mercado inmobiliario estadounidense previene contra una visión demasiado optimista de la evolución del crédito. La combinación



Escena en el piso de remates de la bolsa de Nueva York, el martes 14 de agosto cuando terminó en neta baja, a pesar de que la Reserva Federal inyectó nuevamente 7 mil millones de dólares en el mercado financiero, para paliar la crisis por las hipotecas ■ Ap

mortal de permisivas prácticas de préstamo y altas tasas de interés ha ocasionado un colapso profundo y prolongado.

La construcción residencial se ha desplomado y los precios inmobiliarios descendieron. La cartera vencida hipotecaria ha crecido, en particular entre los deudores pequeños con buenos antecedentes crediticios en préstamos por debajo de la tasa vigente. Los propietarios que obtuvieron hipotecas a bajas tasas iniciales enfrentan pagos más altos cada vez que los préstamos se reajustan. Ha habido muchas víctimas en el mercado financiero. La más reciente fue American Home Mortgage Investment, que esta semana anunció que ya no otorgaría préstamos hipotecarios.

Con toda seguridad, lo peor está por venir. Ante la débil demanda y la oferta de casas en venta cerca de su nivel más alto en 15 años, es probable que los precios descendan aún más. Normas más estrictas reducirán el número de nuevos solicitantes de créditos hipotecarios, y eso presionará los precios a la baja.

Este es un gran cambio desde 1998, cuando las consecuencias de la crisis financiera asiática y la moratoria rusa alcanzaron un nivel crítico, lo cual propició que los bancos redujeran las tasas rápidamente. En aquel tiempo la mayor parte del mun-

do en desarrollo estaba en recesión y la economía estadounidense era el pilar del crecimiento

Después de semanas de desajuste financiero mundial, hay pocas señales de un regreso a la estabilidad. En efecto, la situación puede empeorar. Bancos centrales, casas de finanzas y mercados en general se preguntan qué tan lejos se ha propagado el deterioro de los préstamos hipotecarios *subprime* (de riesgo) estadounidenses en el sistema financiero global. En el peor de los escenarios, las instituciones financieras altamente apalancadas se verán forzadas a disponer de sus valores para cubrir y garantizar sus deudas, ya que los costos crediticios aumentan, el valor de los activos disminuye y la liquidez se reduce. Esto podría propiciar una espiral descendente de las ventas a escala mundial. La intervención oportuna de los bancos centrales, aunada al retorno, en bajos niveles, de los inversionistas a los mercados mientras surge un panorama más claro, podría detener el deterioro de los precios de los activos. Sin embargo, por ahora los mercados enfrentan un periodo de aguda incertidumbre.

El 9 de agosto, el Banco Central Europeo anunció que inyectaría

global. El país podía confiar en el impulso deflacionario del extranjero para contener las presiones sobre los precios. Hoy la economía mundial crece con fuerza, a pesar de la debilidad de Estados Unidos.

Este punto fue subrayado por los más recientes pronósticos del Fondo Monetario Internacional, dados a conocer el 27 de julio. El fondo redujo sus proyecciones, de 2.2% a 2%, para el crecimiento del PIB estadounidense este año, pero elevó su pronóstico para el crecimiento global de 4.9% a 5.2%. Aunque los mercados financieros están sujetos a los acontecimientos en EU, el mundo depende menos de su economía.

## Moderación

Por todo eso, los mercados financieros podrían producir problemas aún más graves, debido sobre todo al enorme y mal entendido montón de deudas que han generado. Irónicamente, la estabilidad de la economía mundial podría ser la causante. La ausencia de recesiones severas o cambios bruscos de la política monetaria ha propiciado en los inversionistas confianza y disposición a endeudarse. La confianza causó el descenso de los rendimientos, ya que los inversionistas reciben menor compensación por riesgo. En consecuencia, los fondos de cobertura de riesgo que prometen altos rendimientos (después de la deducción de sustanciosos honorarios) tienen que hacer enormes apuestas para cumplir con el pago.

También está la conexión con los fondos de cobertura de riesgo. Después de la desaparición de Long-Term Capital Manage-

ment, en 1998, a las entidades reguladoras les preocupa que los bancos presten demasiado a fondos individuales. Pero la debacle de Bear Stearns muestra que los bancos también deberían liberar capitales para rescatar fondos de cobertura de riesgo dentro de su propia esfera. Bear Stearns tuvo que prometer mil 600 mdd adicionales de garantía colateral a los agentes financieros de los fondos.

Todo esto coloca a los bancos en un dilema. Los *prime brokers* (corredores de compensación), brazo de los bancos de inversión que negocia directamente con el sector de fondos de cobertura de riesgo, imponen condiciones crediticias más rígidas para protegerse contra el riesgo de un colapso. Pero los departamentos de bonos sindicados de esos mismos bancos necesitan de esos fondos para que les compren la deuda de sus clientes corporativos. (En efecto, normas de crédito más estrictas pueden ser un remedio peor que la enfermedad.)

En este momento, los balances financieros de la mayoría de los bancos parecen bastante sólidos. Las recientes cifras de la revista *Banker* muestran que entre los principales mil bancos del mundo, el capital Tier 1 —el tipo de liquidez más confiable— se elevó 18.3% el año pasado. Y Kevin Gardiner, de HSBC, dice que el pronóstico de ganancias de los bancos se modifica al alza.

Pero las cosas podrían ponerse mal. Es ya evidente que los titanes de Wall Street y Londres tendrán un verano difícil. Las vacaciones en hoteles exclusivos se cancelarán. Y más yates se pondrán a la venta.

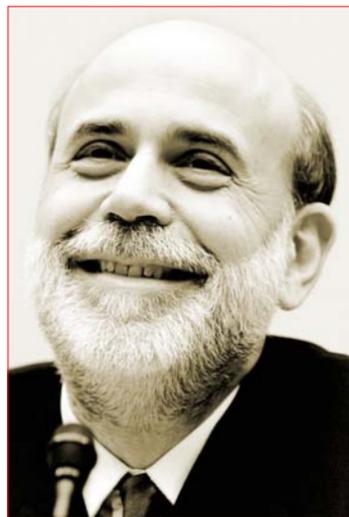
FUENTE: EIU

## LA SITUACIÓN PUEDE EMPEORAR

cerca de 132 mil mdd a los mercados cambiarios para que la liquidez interbancaria no se agotara. En la situación actual, esta acción debería ser una fuente de seguridad para los inversionistas; sin embargo, ha sido interpretada como señal de que hay mayores problemas a la vista. En cambio, la deci-

sión tomada dos días antes por Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal (Fed) de EU, de no reducir las tasas de interés, era una señal de que la crisis de los préstamos hipotecarios estaba controlada, aunque otros se preocupaban más, pues temían que el presidente de la Fed no estuviera al corriente. En forma posterior, la reserva resolvió inyectar 24 mil mdd en el mercado, cantidad relativamente pequeña, para aumentar la liquidez.

Al principio, las preocupaciones por las consecuencias de los préstamos *subprime* se limitaban a su impacto en los consumidores estadounidenses, quienes habían impulsado el crecimiento económico de Estados Unidos en años recientes. Préstamos demasiado baratos, laxos criterios crediticios e inversiones especulativas suscitaban un auge de los precios inmobiliarios, al que siguió incumplimiento en los pagos y embargo de bienes que ocasionaron pérdidas a los consumidores. La desaceleración de la demanda de viviendas es ya visible.

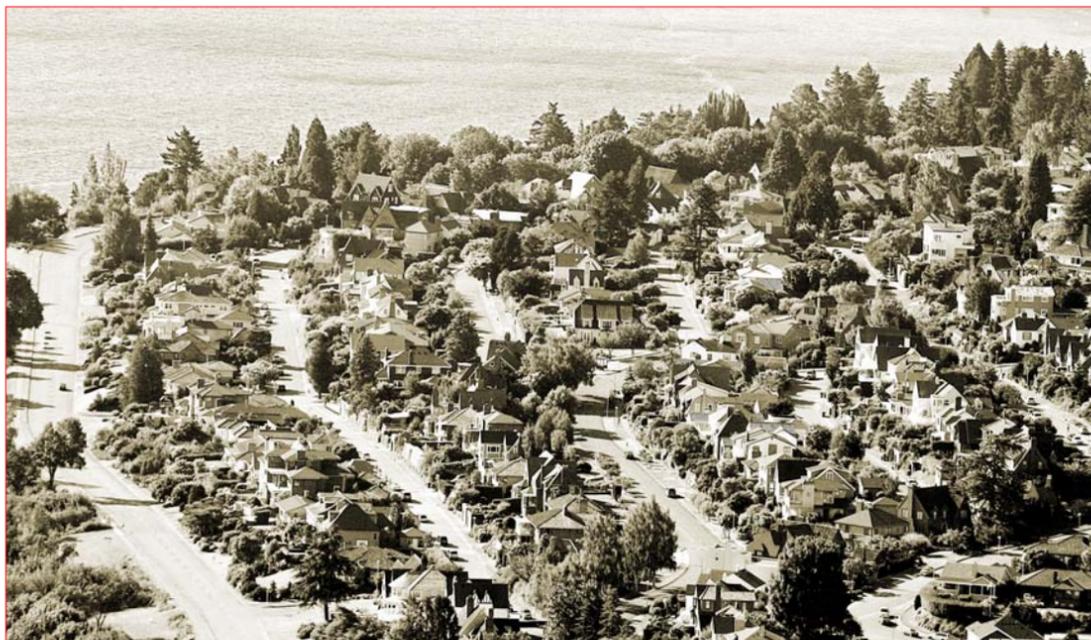


Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos ■ Ap

Se necesitan  
requisitos de solvencia  
más estrictos

Banqueros e inversionistas podrían no estar de acuerdo, pero las recientes liquidaciones en los mercados financieros son una buena noticia. Esto, por fin, pudo haber hecho que las personas entraran en razón. Durante los años recientes se ha prestado demasiado dinero, de manera demasiado fácil, a demasiadas personas y a muy bajo precio, sin importar si eran especuladores tratando de hacer dinero fácil en condominios de Miami o grupos de capital privado financiando su más reciente adquisición multimillonaria. Esta llamada de atención llegó muy tarde para salvar al mercado inmobiliario estadounidense del frenesí y la quiebra subsiguiente. Pero tal vez haya llegado a tiempo para detener el auge de adquisiciones que se está saliendo de control, y cuando la economía mundial es lo bastante fuerte para enfrentar las consecuencias.

Ahora la gran pregunta es qué tan serias serán las consecuencias. El impacto sobre los propios mercados de préstamos será grande. Con normas más estrictas, muchas de las prácticas arriesgadas que se han vuelto costumbre en los créditos empresariales se dejarán de lado. Habrá menos firmas que consigan contratos crediticios *light*, en los cuales los acreedores renuncian al derecho de supervisar el comportamiento de los acreditados, o que establecen "notas de pago en especie" que permiten a



La construcción de viviendas se ha desplomado y los precios inmobiliarios descendieron. En la imagen, zona residencial en Seattle, Washington, el pasado 3 de agosto ■ Ap

## MERCADO REVUELTO: A TIEMPO PARA UN COSCORRÓN

los deudores firmar más pagarés en vez de pagar intereses. A medida que los inversionistas eviten deudas de riesgo, las adquisiciones que este año agitaron las bolsas de valores se reducirán y los acreditados con las deudas más grandes podrían tener dificultades para obtener fondos.

Pero muchas empresas podrían negar importancia a las restricciones. En parte porque los acreditados solventes aún tienen

acceso a crédito (aunque a mayor precio), y en parte porque muchas firmas no necesitan pedir prestado. En el mundo rico, las empresas están muy bien de dinero. Sus ganancias han sido formidables durante los cinco años pasados y, por regla general, han financiado sus gastos de capital con recursos propios. Por tanto, los bamboleos del crédito para estas empresas no implican un descenso en la inversión.

Otras víctimas potenciales parecen también estar bien preparadas. Los bonos y acciones de los mercados emergentes, por ejemplo, podrían causar más nerviosismo. Esto podría significar un problema para países como Turquía, que tiene grandes déficit de cuenta corriente. Pero la mayor parte de los mercados emergentes están en mejor forma que durante las crisis financieras de finales de los años 90. Han restructurado sus préstamos y a menudo han consolidado vastos fondos de reservas de divisas.

Resulta probable que el mayor riesgo para la economía global radique en los endeudados consumidores estadounidenses, aporreados por decrecientes precios inmobiliarios y gasolina cara, y cuyo consumo se ha aminorado de manera aguda. Las restricciones crediticias agravarán el desplome inmobiliario y la caída de precios de las viviendas podría hacer que el consumo se redujera aún más. Pero el resto del mundo crece de manera sólida y el desempleo en Estados Unidos continúa bajo, así que una recesión no es en ningún caso inevitable. Es más, si la economía cayera rápido, el gobierno federal, a pesar de sus públicas preocupaciones sobre la inflación, tiene la posibilidad de reducir las tasas de interés.

Considerando todo esto, es posible que, hasta ahora, las crisis crediticias sólo tengan modestas consecuencias económicas. Pero, ¿qué sucedería si provocaran un colapso del mercado? Después de todo, muchos de los novísimos instrumentos que hoy dominan los mercados de deuda no han sido probados nunca en una verdadera crisis. Es probable que los derivados crediticios hayan mejo-

rado la estabilidad de la economía global al repartir el riesgo, pero no queda claro dónde se localiza ahora ese riesgo. Y muchos de los nuevos instrumentos que reparten el riesgo son tan poco líquidos que el problema no surgirá durante algún tiempo. Fue varios meses después de que el mercado hipotecario *subprime* (de alto riesgo o "por debajo del óptimo") se echara a perder cuando se hizo evidente la dimensión de la pérdida de los dos fondos de cobertura de riesgo de Bear Stearns.

Los inversionistas tienen razón en preocuparse por más fracasos de los fondos de cobertura de riesgo. Aunque estas criaturas sumamente apalancadas parecen haber ocasionado que las sacudidas crediticias fuesen más repentinas y frecuentes, los episodios no han sido calamitosos. En los 18 meses pasados han ocurrido otras dos crisis crediticias, aunque en escala menor: una en mayo de 2006, cuando los inversionistas se preocupaban por la inflación; la otra en febrero de este año, cuando surgieron los primeros temores respecto de las hipotecas *subprime*. En cada caso, los fondos más expuestos tuvieron que reducir sus posiciones rápidamente, pero, gracias al tamaño y diversidad de la industria de los fondos de cobertura, se compraron activos a bajo precio. La misma dinámica parece estarse aplicando también esta vez.

A pesar de toda la preocupación por los fondos de cobertura de riesgo y sus complejos derivados, la verdadera preocupación proviene de una fuente bien conocida: los bancos. Ellos desafiarán el problema en varios frentes y podrían convertir en una sana restricción crediticia en un crujido repugnante. Muchos bancos han estado de acuerdo en suscribir acuerdos y encuentran que no pueden vender la deuda a inversionistas. Un cálculo sugiere que más de 300 mil millones de dólares de deuda están en proceso. Y las grandes pérdidas podrían seguirle.

Los bancos también sufrirán por su exposición a fondos de cobertura quebrados, tal como algunos ya han sido golpeados por su exposición al mercado hipotecario *subprime*. Algunos podrían tener pérdidas "aún sin revelar" en su propia contabilidad: negociar en mercados financieros se ha convertido en una fuente cada vez más importante de sus ganancias en años recientes. Si sus utilidades se desplomaran, estarían poco dispuestos a prestar. Una quiebra bancaria (o el temor a ella) podría crear pánico en el sistema.

Los ciclos crediticios son criaturas imprevisibles. Las cosas podrían salir aún muy mal. Hasta ahora los bamboleos financieros, aunque causen nerviosismo, parecen ser una sana revaloración de los riesgos. Los mercados, como muchas personas, necesitan a veces un buen coscorrón.

FUENTE: EIU

### Recuperación del crédito

Pero las consecuencias van más lejos. La mayor parte de la cartera hipotecaria ha sido documentada en nuevos paquetes de inversión y remitida a inversionistas alrededor del mundo en forma de obligaciones de deudas colaterales (CDO, por sus siglas en inglés). Como nadie sabe quién tiene instrumentos CDO, en qué número y calidad y, sobre todo, cómo valorarlos, los posibles prestamistas están poco dispuestos a suscribir más deuda hasta que el panorama se haga más claro. Actualmente los bancos centrales han intervenido para proporcionar liquidez.

Sin duda, hay demasiada deuda a escala mundial y más de la deseable está apalancada. La pregunta crucial es si este proceso será ordenado y limitado, o si desarrollará un ímpetu propio. Lamentablemente, el valor de los activos no tiene que desplomarse de manera precipitada para tener efectos dramáticos. La clave es la posición neta del activo; sin importar si el valor del activo desciende por abajo del nivel de la deuda. El apalancamiento

amplía el riesgo sistémico relacionado con los actuales problemas de mercado. En el peor de los casos, las instituciones financieras sobreendeadas se verán obligadas a vender la mayoría de sus activos líquidos y sus valores de alta calidad para estabilizar sus índices deuda/activo. Esto podría hacer que los precios de los activos entraran en una espiral descendente, propiciando más liquidaciones de parte de instituciones que, de otra manera, continuarían estables. Al mismo tiempo, los bancos se verían obligados a constreñir el crédito a la economía real. En efecto, las negociaciones de compra de capital privado —que dependen del financiamiento barato— están siendo diferidas, lo que ha favorecido que se depriman los precios de las acciones. A medida que la liquidez se agota y las normas crediticias se hacen rígidas, es probable que las inversiones de alto riesgo —incluso en los mercados emergentes— se incrementen.

Las recientes intervenciones de los bancos centrales sucedidas en Europa y Japón son un acontecimiento positivo si el excedente en valores *subprime* es un fenómeno de no más de un mes. Sin

embargo, la continua presión sobre los precios de los activos rebasaría los esfuerzos de los bancos centrales para estabilizar los mercados.

A pesar de toda la preocupación, hay importantes factores positivos a considerar. El crecimiento global es aún fuerte: aunque el crecimiento del PIB estadounidense se desacelere —debido, en parte, a los precios inmobiliarios— las economías de la Unión Europea se mantienen firmes, y los mercados emergentes, en especial China e India, siguen en auge. De acuerdo con los registros históricos recientes, la relación precio-ganancias —un método para valorar acciones— no es desproporcionada, y el crecimiento de las ganancias, la mayor parte de las cuales proviene de mercados diversos a Estados Unidos o la Unión Europea, permanece fuerte. Al final, las cosas seguirán su curso, los riesgos globales tendrán un nuevo precio, y los inversionistas que astutamente se han moderado, podrían hacer que el dinero regrese a los mercados. Hasta entonces, sin embargo, seguiremos con los nervios de punta.

FUENTE: EIU