

SÍNTESIS ECONÓMICA N° 93

Diciembre del 2007

Por: Lic. Alejandro Marcó del Pont

CEMENTERIO DE ANIMALES

Las cosas venían mal desde hacía un tiempo. Una semana más de bajas continuas del mercado de valores presagiaba un período agitado y un horizonte complicado. Pero ese Lunes, justo ese Lunes, los peores temores se hicieron realidad. El índice industrial Down Jones cayó estrepitosamente 500 puntos, la mayor pérdida en un día en la historia del indicador.

Semejante traspie no es algo sencillo de digerir. Aun con cierto grado de conocimiento anterior sobre su posible descenso, las decisiones son difíciles. Tomar el teléfono para comunicarle al presidente de la Nación las malas nuevas, es algo frustrante para cualquier asesor, pero para el presidente de la Bolsa de New York es un golpe mortal. Si esta tarea es de por sí desalentadora, ofrecerle como opción el cierre de la bolsa, es casi una catástrofe, es como pasarle el comando de un cataclismo.

No es el presidente de la Bolsa de NY quien dispuso el sistema. Como los pasos necesarios para ejecutar un ataque nuclear, la llave que lo activa se encuentra en manos del presidente de la Nación, y por ley, sólo él tiene el poder de autorizar el cierre del mercado. Aunque en un principio la analogía entre un ataque nuclear y el cierre del mercado de valores parece exagerado, los resultados no son tan diferentes.

El teléfono ya sonó y la comunicación del desplome es oficial. Ahora el pánico se traslada a la oficina Oval. Asesores desconcertados, grupos de trabajo aterrados,

secretarias llamando a funcionarios. Todos estarán ahí en menos de 10 minutos. El secretario del Tesoro, el Presidente de la Junta de la Reserva Federal, La comisión de Bolsa de Valores, La Comisión de Comercio de Futuros de Materias Primas, etc Los teléfonos no paran de sonar. ¿Hay que cerrar o no?. El presidente espera expectante una conclusión de sus asesores para evaluar su decisión. En medio del griterío se han formado dos bandos.

Por un lado se encuentran los desesperados. Yupis desencajados que no pueden mantener la calma ni imaginar conceptos alternativos. Una sola idea taladra su cerebro, cerrar el mercado. Cortar el problema de raíz, detener la sangría, enfriar la locura colectiva, tratar de que los agentes evalúen en forma racional los hechos, aunque éste no sea su caso.

Pero.... las pérdidas, mientras las perdidas continúan, se disipa la idea del yate, del auto deportivo, del prestigio del yupi del año. Resulta extraño el proceder. Ellos son hombres formados en Universidades privadas, han experimentado la presión, tienen bases sólidas, creen fervientemente en el mercado, son personajes ortodoxos, amantes de la libre competencia, fieles exponentes del derecho a la libertad. Obviamente esto es así hasta que algo sale mal. En ese momento no existe mas la libertad, tampoco la competencia y mucho menos el mercado.

El gran templo, el último recinto que justifica las deidades del capitalismo, el mercado de valores. No existe otro refugio en la tierra donde los oferentes y demandantes sean tantos que no puedan controlar el mercado. Donde los productos sean iguales, la información sea perfecta para todos, reine la transparencia, y nadie, sobre todo nadie, pueda tener su control. Esta es la piedra angular del discurso capitalista, de los grandes centros de poder hacia los países pobres. Esta es la fotografía que deben entender, así debe funcionar la economía.

Lo que la pantalla marca, es lo que el mundo entiende que vale un bien, un servicio o lo que fuera. Aquí esta el mejor mecanismo de recolección de precios, donde el estado no interviene. Todo esto puede que sea verdad, que figure en los libros de texto, que sea un lírico encanto para embaucar al mundo, pero cuando las ganancias retroceden y las acciones se desploman, su idea es detener el éxodo. Ya no importa contradecir las bases del capitalismo, ni apuntalar la herejía de lo que dice el mercado, lo que las

pantallas exponen ahora no es cierto, ya no conviene. Ahora demandantes y oferentes están equivocados, aunque el panel diga lo contrario, el mercado será de aquí en más, el presidente (el estado).

Por otro lado se encuentran los mas centrados, fríos y calculadores. También ellos son proclives y amantes del discurso del mercado. Reconocen el impacto de las pérdidas, ellos son hombres que han templado su futuro en las mas grandes compañías financieras. Su pensamiento difiere enormemente de los abatidos yupis. Para ellos, parar la maquinaria generaría mas incertidumbre y pánico. Hay que salir de la tormenta con los mercados abiertos. Reconocer algunas pérdidas, solicitar financiamiento a través de la intervención estatal, que éste rescate a los muertos. Enredar al mundo en un pánico en el cual todos son partícipes, desde los grandes inversores hasta el simple plomero de un recóndito país emergente.

Este simulacro, es uno de los hipotéticos escenarios de pesadilla que imagina Washington, revisado y vuelto a revisar desde el 19 de Octubre de 1987 cuando el índice Down Jones con una caída del 22.6% tuvo la mayor pérdida de su historia. En ese sólo día los inversores perdieron U\$S 500.000 millones.

Los simulacros planeados desde entonces tendieron a morigerar el pánico ante el escenario de iguales características producido la mañana del 19 de Octubre, que no tardó en extenderse con rapidez al resto de los mercados. En cuestión de horas, la bola de nieve se había transformado en un pánico global.

Al igual que los planificadores de defensa en el período de la Guerra Fría, los banqueros centrales y los reguladores financieros debén pensar cuidadosamente la forma en que responderían a lo impensable. El pánico, contracara de la credibilidad, es el centro neurálgico del mercado de capitales, sin la credibilidad nada tiene sentido.

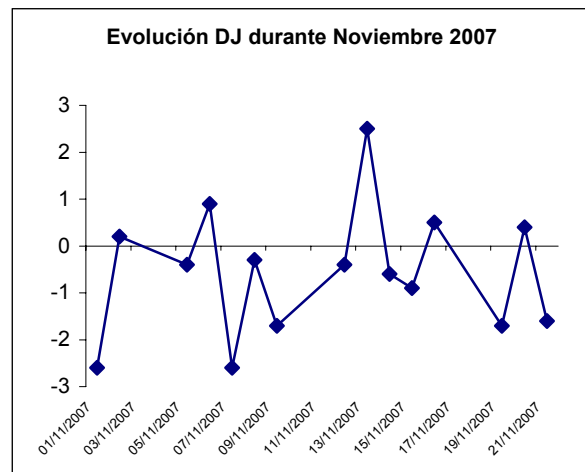
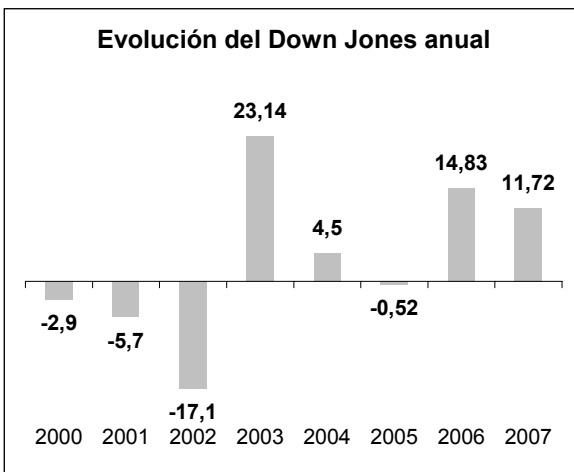
La solución diseñada para tales escenarios de colapso fue dispuesta por una Orden Ejecutiva, la N° 12.631 firmada el 18 de Marzo de 1988 por el entonces presidente de EEUU Ronald Reagan, en la cual creaba un grupo de trabajo especializado en seguir, analizar y evaluar el accionar del mercado financiero. Esta idea resulta extremadamente extraña para los seguidores del mercado, ya que carece de sentido monitorear algo en lo que se basa el capitalismo y de los cuales todos son creyentes.

La idea en un principio, según consta en la ordenanza, es la de mejorar la integridad, eficiencia, el orden y la competitividad del mercado, todas absolutamente absurdas, pero la última parte versa sobre el mantenimiento de la confianza de los inversores. Aquí comienza a tomar sentido la idea, ya que en base al mantenimiento de la confianza, se pueden implementar una serie de mecanismos y medidas que permiten en el fondo aminorar la crisis. Así fue creado el Plunge Protection Team (PPT), el fondo de salvataje.

Aunque nunca, con excepción de la última crisis, fue abiertamente difundido su accionar, en varias ocasiones los fondos del Tesoro rescataron y coordinaron a nivel mundial, durante la tarde o al día posterior, mercados que se habían hundido con extrema rapidez, y que reflataron milagrosamente para sorpresa de los históricos analistas de Wall Street

El mecanismo creado fue trabajado en secreto durante años, sólo salía a la luz por imaginativos comentarios de los garúes de la city. Enterrado según las autoridades americanas y vuelto a reflotar últimamente para modificar los desdibujos actuales.

Si uno mira el cuadro siguiente comprenderá los sobresaltos experimentados por los mercados. Pero también queda expuesto que en los últimos años, con la honrosa excepción del 2005, los mercados se han comportado de forma excelente.



A 20 años de los hechos emulados en la simulación, muchos interrogantes cobran vida. El gráfico del DJ de la izquierda mostrará una de las características que profetizó la crisis pasada. El de noviembre (derecha) es un electrocardiograma que ni el propio Dr. House podría explicar.

Las causas que desencadenaron en 1987 esta huida masiva de la renta variable se debaten incluso en la actualidad. Las más llamativas por aquel entonces fueron: cinco años consecutivos de ganancias en el mercado, máximos en bolsa, una fuerte depreciación del dólar, una fuerte subida de los precios del crudo y las materias primas, y una gran volatilidad. A lo que hay que unir el elevado déficit en la cuenta corriente y presupuestos de Estados Unidos y la aparición de China como el temible rival económico.

En realidad el formato de las crisis del 29 tanto como la de la 1987 o la actual, no difieren a grandes rasgos. En verdad guardan un paralelismo dogmático en cuanto a su accionar. La base de las ganancias se encuentran en el endeudamiento, el crédito y la revalorización de los activos que se adquieren. No importa que estos sean bienes, commodities o especulación financiera simplemente. La raíz se encuentra en la revalorización y la credibilidad de su duración. Tomar préstamos baratos para aumentar el valor de un bien, es la mas sencilla de las formas. Pero también la que muestra más claramente lo que se llama "apalancamiento". Si el bien no aumenta a la velocidad de la tasa de Interés que se cobra por el dinero, sobrevendrá la pérdida.

Los felices años veinte fueron una muestra. Como consecuencia de los enormes avances tecnológicos, hubo una gran expansión de la producción tanto en la industria como en la agricultura. La producción era mayor que la demanda de los consumidores. Para estimular la demanda en USA se recurrió a la venta a plazos, lo que permitía comprar a quienes aún no tenían el dinero para pagar. No obstante el desequilibrio entre oferta y demanda a favor de la oferta, produjo un aumento de productos que quedaban sin vender, lo que acabó produciendo el hundimiento de los precios.

La especulación financiera fue una de las causas de este crack. Durante años el optimismo de enriquecimiento llevó a mucha gente a invertir en acciones de la Bolsa recurriendo al crédito. La primera crisis tuvo lugar en la Bolsa de Nueva York cuando después del alza vertiginosa de las acciones, expertos comenzaron a darse cuenta de

que los beneficios de las empresas no sólo no aumentaban al mismo ritmo que la cotización sino que, incluso, comenzaban a bajar.

Cuando los precios comenzaron a bajar, muchos accionistas quisieron vender, lo que provocó un descenso en la cotización de los valores bursátiles, dando lugar a un círculo vicioso que concluyó finalmente en el famoso Crack de la Bolsa de Nueva York (Wall Street) en octubre de 1929, fue el llamado "Jueves Negro".

Hoy estas historias tienen otros nombres, aunque el mote de Bombas de Relojería, impuesto por muchos agentes en la city sea quizás el que mejor expresa su sentido. Nuevos mecanismos financieros como los hedge fund o los carry traden trabajan de la misma manera que lo hicieron los famosos trust financieros de los años 20.

Pedir dinero prestado en Japón a tasa cero para invertirlo en cualquier tipo de bien, servicio, o hasta propiedad inmobiliario en EEUU, era un excelente negocio. De hecho en los últimos años así sucedió, y Japón fue el gran generador de liquidez internacional. Cuando las cuentas no empiezan a funcionar, o cuando los negocios retroceden hay que devolver los yenes, vendiendo los dólares



Esa es la imagen del cuadro a la izquierda. Todos vendiendo dólares y revaluando al yen (cada vez cuesta mas caro con respecto al dólar, 115 yen = 1 dólar y en la actualidad 107 yen = 1 dólar)

En el cuadro queda expresado también los cimbronazos de este año a partir de la crisis de las subprime.

Ahora bien, si esto ya pasó en otras ocasiones y además se tomaron los recaudos necesarios para detenerlo en caso que volviera a suceder, cual es el problema actual?, en que se modifico la ecuación con respecto a las otras crisis, y por qué puede trasladarse a toda la economía americana?.

En principio florecen en la actualidad un abanico de mecanismos que no existían en aquellos años dorados, lo cual complica las cosas. Pero además y en el caso específico de Estados Unidos, las evoluciones de las hipotecas y su forma también han variado para afectar negativamente a la economía. Hasta la crisis de los años 30, las hipotecas se renegociaban cada año, se pagaba 50% al ingreso y tenían tasa de interés variable. Con la recesión sobrevino una oleada de ventas que terminó con la creación del **Federal Housing Administration (Fannie Mae)**, para asegurar las hipotecas a largo plazo, y la Home Owners Loan Corporation, para vender bonos garantizados por el gobierno para adquirir hipotecas en dificultades.

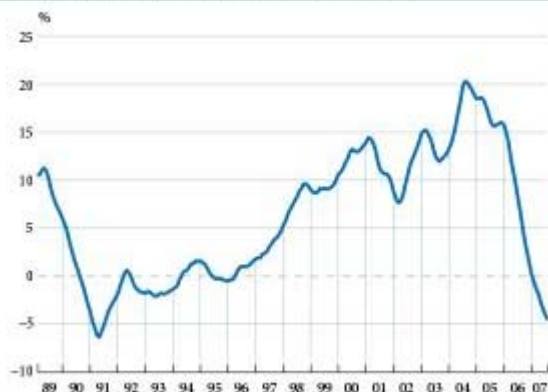
Los años noventa titularizaron las hipotecas, es decir que emitieron títulos con respaldo en hipotecas. Esto no tenía nada de extraño, salvo que en un principio, las hipotecas que garantizaban el préstamo eran de primera línea, es decir "private level" de bajo riesgo, haciendo atractivo el bono. Muchos piensan, que de haberse seguido ésta línea, no hubieran aparecido problemas a futuro.

Cual es la diferencia entonces? En principio, los que prestaban dinero eran los bancos, por lo que en caso de crisis, los bancos quebraban. Con la desregulación financiera, otras instituciones podían generar préstamos, emitir bonos, comprarlos negociarlos o poner las hipotecas como garantía de préstamos de alto riesgo. Este juego forjaba, por cierto, jugosas ganancias.

La consecuencia de esta innovadora y desregulada forma de prestamos generó que las subprime pasaran de representar en el 2003 el 41% de un mercado de U\$S 580.000 millones a representar el 76% de un mercado que en el 2006 alcanzo los 2.1 billones.

ESTADOS UNIDOS: BAJA EL PRECIO DE LOS INMUEBLES

Variación interanual del índice Case-Schiller del precio de la vivienda



FUENTES: Standard and Poor's y elaboración propia.

Los inversores estaban dispuestos a comprar estos títulos porque los altos tipos de interés aplicados a los acreedores de mayor riesgo significaban un mayor rendimiento de los títulos con respaldo hipotecario.

Cuando la tortilla se dio vuelta, los mercados cambiaron de color y el sistema de coordinación que hemos visto funcionó para detener la crisis de liquidez, pero no para contener la bola de nieve creada. El gráfico marca claramente como fue desmoronándose el precio de las viviendas. Según el índice Case-Schiller de Standard&Poor's, los precios bajaron en julio un 4,5% interanual. Las viviendas vendidas de segunda mano también siguieron retrocediendo en agosto un 12,8% y un 21,2% interanual las nuevas viviendas. Pero es la oferta donde más negras están las cosas últimamente, ya que las nuevas viviendas iniciadas en septiembre descendieron un 30,8% interanual.

Lo que antes no pasaba, ahora puede pasar, aunque los medios lo expongan en una forma extraña. El aparato productivo americano se puede ver seriamente afectado con esta caída del precio de la vivienda. En principio por que su peso en la economía es considerable, sobre todo en el empleo. Según los datos de septiembre del 2007, anualizados, se habían generado 800 mil puestos de trabajo menos que en el mismo periodo del año anterior.

Al contraerse la inversión en bienes raíces se afecta a la industria de la construcción, gran generadora de empleo, vinculada con otras actividades: cemento, acero, vidrio, plásticos, etcétera. Lo que era una crisis "hipotecaria", ahora es bancaria, bursátil, de liquidez y, en el fondo, de hegemonía¹, dependiendo del precio del dólar. Sólo en la crisis hipotecaria se estima que las pérdidas arribaron a U\$S 200.000 millones, pero se traducirá en un recorte de la inversión de 2 billones de dólares.

Ahora prestemos un poco de atención a lo que seguramente ud. habrá leído en los medios. EEUU tendrá un crecimiento el año próximo del 1.4% si es que este año alcanza el 2.0% ayudado por la baja en la tasa de interés de la FED. Para este año, las proyecciones daban un crecimiento del 3%. EE.UU. está al borde de su primera recesión del consumo desde 1991, que fue la última vez que el mercado sufrió por la confluencia del alto precio de la energía, el debilitamiento del empleo, la deflación inmobiliaria y la restricción del crédito", según David Rosenberg, Economista Jefe para Norteamérica de Merrill Lynch.

¹ EU: la crisis, John Saxe-Fernández; La Jornada 22/11/2007

Según Merrill Lynch y Standard and Poor's cree que la impronta de los mercados emergentes ayudará para mantener fuerte el crecimiento de la economía mundial, por más que EEUU y su moneda se caigan a pedazos. Pero al parecer hay algo más que ocultan ambos popes del mercado. **El banco de inversión Morgan Stanley ha advertido hoy que sus próximos resultados trimestrales se verán reducidos en al menos 2.500 millones de dólares por la crisis hipotecaria en EE.UU.** Por su parte, **Merrill Lynch ha anunciado que su exposición total a obligaciones de deuda colateralizada e hipotecas de riesgo alcanza los 27.200 millones de dólares, unos 6.300 millones de dólares más de lo que reveló el mes pasado².**

Resultan disímiles y extraños los números expuestos por los bancos de inversiones. En Wall Street muchos hablan del misterio de Merrill Lynch, que tendría pérdidas por U\$S 8.400 millones por hipotecas y acusa 6.300 millones de dólares. La segunda parte de esta historia y la que atacará al mundo en el 2008, más allá de todas las enunciadas, es la contabilidad creativa, o el misterio de Merrill Lynch. Lo que sucede es que a partir del 1 de Noviembre del corriente año, existe en EEUU una nueva herramienta para calcular los desechos tóxicos de las subprime, llamada SFAS 157 por siglas en Ingles o *La Opción de Valor Razonable para Activos y Pasivos Financieros*.

Lo que hace este nuevo instrumento, es obligar a dividir los activos financieros en posesión de las bancas de inversiones u otro tipo de correduría, repartiendo sus bienes comercializables en tres niveles, dependiendo del grado de realización de los activos. Por ejemplo el nivel 1 tendría a los activos fácilmente valuados en el mercado. Mientras que en contraposición en el nivel 3 los bancos tendrán que ponerle un valor razonable a sus activos y pasivos de acuerdo a su modelo. O sea la norma permite escoger la medición de muchos instrumentos financieros y de otros ítemes a valor razonable. El objetivo es proveer al mercado de la oportunidad de mitigar la volatilidad en los resultados causada por medir en forma diferente los activos y pasivos sin tener que aplicar complejas mediciones de contabilidad de cobertura.

² Merrill Lynch y Morgan Stanley atemorizan al mercado con nuevas pérdidas por la crisis *subprime*
8/11/2007: Reuters

De aquí se desprende el misterio de Merrill Lynch. Cuantos bonos catalogados de manera razonable tiene en su haber cualquiera de estas corredurías?. Goldman Sachs expuso tener en el nivel 3 de esta excéntrica medición razonable U\$S 72.000 millones. Esto no parecería tener implicancia alguna, ya que este monto es sólo el 8% del total de activos de la empresa. Pero es el doble del capital de Goldman Sachs, U\$S 36.000 millones. Sus defensores aducen que sólo uno U\$S 20.000 millones de dólares de estos 72.000 millones representan subprime. O sea mas del 55% de su capital se encuentra en situación de crisis.

Empresa	Monto en U\$S en el Nivel 3. En millones	% del capital
Lechman	22.000	100%
Bear Stearns	20.000	155%
J P Morgan	60.000	50%

Fuente: Elaboración propia en base a Asia; times Level 3 storm about to hit Wall Street

Como muestra el cuadro, muchos de los bancos se encuentran en posición de debilidad, ya no sólo para éste año, sino para el próximo. La mayoría de estos fondos se encuentran al borde de la quiebra lo cual supone una bomba de tiempo para el mercado. Esta realidad se ha venido mostrando en todo noviembre, la volatilidad ha sido uno de los grandes componentes.

Ahora bien, para el año que viene los pronósticos no son halagüeños. La mayoría de los tenedores de bonos y dólares americanos, se encuentran intentando diversificar sus reservas dada la caída del billete verde. El principal protagonista en este escenario es China. Quien detenta la mayor cantidad de reservas en dólares a nivel mundial.

En síntesis, dólar depreciado, petróleo en alza, tasas en baja, riesgo de quiebra en subprime, retroceso económico son algunos de los componentes que afectaran el año entrante.

Recordemos que a fines de octubre, la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) dio a los mercados financieros justo lo que querían: una rebaja de un 0,25% de los tipos de interés. Sin embargo, también aseguró que los futuros recortes tan deseados por el mercado tal vez no se materialicen a causa del temor a la inflación. "El comité

cree que, después del recorte efectuado, los posibles riesgos positivos de una inflación compensarían de forma significativa los riesgos negativos al crecimiento”.

Más recientemente, el titular de la FED, Ben Bernanke, advirtió sobre los efectos de las turbulencias financieras y de la crisis inmobiliaria, y anunció que podría ser necesario un nuevo recorte de tipos de interés para revitalizar la economía. El miedo a la inflación sigue rondando, aunque a mi entender el problema radica en cuales son los elementos que podían acelerar los hechos y arribar a una recesión

Al parecer y más allá de los salvatajes experimentados durante la crisis, los bancos se encuentran en una peor situación, la posibilidad de restringir aun mas el crédito afectará a empresas pequeñas, nuevamente al empleo y al gasto de los consumidores. Al estar mal los bancos y la economía en su conjunto, la situación americana es mucho más precaria que en otras ocasiones, ya que cualquier determinante puede hacer estallar la burbuja.

Los economistas tienen mucha experiencia en la evaluación de las cifras del desempleo, de la inflación, del producto interior bruto y de las tasas de interés. Muchos, sin embargo, no saben cómo evaluar los diversos factores que se han trasladado a territorio desconocido.

Hay muchos que sostienen que el consumidor americano seguirá gastando a pesar de sentirse mas pobre. Pero si el precio del petróleo continúa en alza y el valor del galón de nafta aumenta a 4 dólares, el golpe seria mas duro que la subprime

Los tipos de cambio son regulados por la oferta y por la demanda en mercados internacionales gigantescos, y los analistas nunca saben qué fuerzas controlan el pensamiento de los operadores.

Muchos especialistas creen que los operadores están forzando la caída del dólar como una especie de castigo por el déficit fiscal y en cuenta corriente generado por el gobierno. Los déficit indican que los americanos están enviando cientos de miles de millones de dólares al exterior. Por eso hay una oferta enorme de moneda que tiende a empujar el precio del dólar hacia abajo, así como sucedería con una materia prima cualquiera.

Los recortes realizados recientemente por la FED en las tasas de interés contribuyeron a la caída de la moneda norteamericana, ya que los inversores extranjeros consideran las inversiones denominadas en dólares, como es el caso de los títulos del Tesoro americano, menos atractivos cuando el rendimiento es menor. Una demanda más baja empuja los precios hacia abajo.

Entre los principales factores desconocidos de la economía norteamericana y de los mercados financieros se destaca la magnitud de la repercusión de las hipotecas subprime. Seis meses antes, la mayor parte de los especialistas creía que el perjuicio se limitaría a algunos fondos hedge y a otros grandes inversores que habían apostado por esos títulos arriesgados en búsqueda de ganancias elevadas. Pero, en el verano y el otoño pasados, grandes empresas de Wall Street comenzaron a anunciar pérdidas millonarias.

Fue entonces cuando admitieron que las pérdidas serían mayores de lo que inicialmente habían divulgado. Los consejeros delegados de Merrill Lynch y de Citigroup fueron despedidos.

Lo que importa ahora es saber si el problema ya es conocido en toda su extensión, una incertidumbre que contribuye al nerviosismo de los mercados financieros. Por lo que hemos visto, no se trata de un simple nerviosismo. Cuando los componentes del mercado financiero se trasladan a la economía real, los problemas suelen ser más dolorosos. Si bien los pronósticos no son determinantes, ni los escenarios se pueden manejar a futuro, el destino de la economía americana para el año que viene es por demás negro.

En caso que el aterrizaje como dicen algunos, sea controlado, marcharía en contra de las leyes de la física, por que sería la primera vez que una caída no produzca rebote.

