

## Mercado de Capitales

### **Análisis económico correspondiente al viernes 8 de agosto del 2008**

El mes pasado el índice Dow Jones tuvo un desempeño peor al de cualquier mes de junio desde la “Gran Depresión”, tocando su nivel mínimo desde septiembre de 2006. Por si fuera poco, el índice S&P 500 ha bajado 12.5% en lo que va del año. Tratar de explicar qué es lo que provocó la baja puede ser no sólo ocioso, sino inútil.

La falla principal en el análisis proviene de achacar la caída reciente al alza en los precios del petróleo o de los alimentos, a la crisis crediticia o a la caída en los precios de los inmuebles. Todas estas son noticias ampliamente conocidas; y por ende descontadas hace mucho. Los precios en el mercado accionario no reaccionan al pasado, pronostican el futuro. Una caída de tal magnitud en los precios de las acciones presagia que nos acercamos a un sinuoso camino.

¿De dónde pueden venir los problemas? Desafortunadamente, un candidato importante es el posible desplome en el gasto en consumo. Con frecuencia se nos olvida la magnitud del gasto en consumo estadounidense, 72% del PIB de ese país y 17% del producto mundial, y el hecho de que éste fue financiado con crédito en los últimos años.

Qué es tan trascendente si esto ocurre. Es importante recordar que cuando un país genera altos niveles de exportaciones, éstas son una fuerza expansiva que se traduce en crecimiento económico, ingresos y riquezas. En sentido opuesto, las importaciones generan un efecto contrario, presionan para que la economía del país importador se contraiga.

La balanza de pagos estadounidense ha mostrado un constante deterioro sin precedente en los últimos años a partir de un déficit comercial y en su cuenta corriente, particularmente tratándose de la economía más grande del mundo. Por un tiempo largo, se beneficiaron de importar bienes baratos que permitieron que la enorme clase media fuera a las cadenas comerciales y se hiciera de infinidad de bienes de todo tipo a precios baratos, tomando provecho del modelo de crecimiento económico asiático.

Las economías asiáticas decidieron crecer en base a un modelo promoviendo exportaciones de todo tipo, hasta ahí todo va bien pero le dieron una ayudadita manteniendo tipos de cambio artificialmente subvalorados. Sabemos que lo eran al observar la casi obscena acumulación de reservas internacionales en las arcas de los bancos centrales de la región. El modelo, por otra parte, también permitió la exportación de presión deflacionaria, vendiendo un número creciente de productos cada vez más barato.

Pero entonces, a no ser que no entendamos nada, conforme las economías asiáticas crecieron como la hiedra, las de los grandes importadores debieron haberse contraído. Esto no ocurrió. La economía estadounidense mantuvo un

saludable nivel de crecimiento, pero lo hizo debido al desmedido crecimiento del gasto en consumo. Éste se financió con cantidades crecientes de crédito. Se consumió tanto que se llegó al punto donde se estaba gastando más de lo que se ganaba en ingreso, por ello se llegó a niveles negativos de generación de ahorro a nivel nacional. No es sorpresa, por ende, que esté habiendo los problemas que hay por el deterioro de la calidad de crédito. Sin embargo, ahora viene la fase opuesta del ciclo.

Se oye una y otra vez en los medios a “brillantes” analistas que pronostican que la situación económica no será tan recesiva pues el gasto en consumo se ha mantenido. Esto equivale a lanzarse del décimo piso de un edificio y cuando se va volando frente al segundo piso ponerse a celebrar que hasta ese momento la experiencia no ha sido tan mala.

El consumo no ha caído porque la gente ha preferido seguir gastando con la esperanza de que se trate de una crisis temporal y para hacerlo se han ido comiendo lo que tenían de ahorro, y han recurrido a utilizar tarjetas de crédito o cualquier otro tipo de préstamo a su alcance; pero están llegando al final de la reserva. Es como cuando la aguja que indica cuánto combustible tiene su automóvil empieza a rebasar la rayita de vacío. A no ser que la estación de servicio esté ya a la vista, es inminente que tendrá que bajarse a empujar.

El gasto en consumo va a caer, no cabe duda, pero su caída no será como la del pétalo de una flor que con suavidad va sucumbiendo a la fuerza de gravedad, asentándose con gracia encima del pasto. Será más bien como un enorme elefante que se desmaya adentro de una cristalería; provoca un desastre, mucho ruido, y de paso le cae encima a un par de inocentes que no lo veían venir.

Los consumidores están siendo asfixiados por una “trifecta”, precios de los combustibles al alza, mercados de valores a la baja, y precios de los inmuebles en caída libre. El infame estímulo fiscal que llegó a los bolsillos de los estadounidenses en los últimos meses se ha ido a pagar por llenar el tanque de combustible en el auto, o para pagar alimentos más caros. Al final del día, tendrá la misma efectividad que se lograría dándole un beso al tipo al que le está dando un infarto.

Esta caída contribuirá a lastimar al ya vapuleado sector financiero. A las heridas causadas por la debacle inmobiliaria ahora le seguirán otras originadas por los problemas en el crédito al consumo. Habrá problemas crecientes con tarjetas de crédito, crédito automotriz, crédito a estudiantes, etcétera. Conforme esto ocurra, el capital de los bancos se seguirá esfumando, y tendrán que acceder a nuevos inversionistas.

Pero aún pensando que los bancos tendrán como recapitalizarse, lo lograrán (aunque seguramente habrá consolidación entre los grandes y un alto número de quiebras entre los pequeños), la escasez de crédito se volverá en sí un importante lastre para limitar la posibilidad de que, por ejemplo, el mercado

inmobiliario toque fondo. La imposibilidad de ofrecer nuevamente altos niveles de crédito hipotecario, y el evidente encarecimiento que habrá en el proceso para darlo (debido al nuevo entorno regulatorio) harán difícil que aun muchos que estén dispuestos a comprar, tengan cómo hacerlo.

Al mercado de bienes raíces le falta un largo rato por caer y, al hacerlo, nacerá la siguiente generación de propietarios de vivienda cuya deuda superará el valor de su inmueble, y se arraigará la imposibilidad de financiar consumo con líneas de crédito garantizadas por los activos en manos del deudor.

¿Pero y qué de los países que crearon modelos basados en exportar satisfaciendo el voraz apetito de los consumidores en países desarrollados? Pues estos ahora serán afectados. Tendrán crecientes dificultades para seguir exportando, éstas se incrementarán por el fortalecimiento de sus monedas relativo a las divisas para comercio internacional (dólar y euro), y sufrirán por un entorno de tasas de interés al alza debido a la presión inflacionaria internacional (y en otros casos, debido a la necesidad de muchos países de financiar los subsidios que están dando para el consumo de combustibles y alimentos con mayores emisiones de deuda pública).

Conforme baje la demanda por sus exportaciones y las monedas asiáticas se fortalezcan, su demanda por materias primas se desacelerará también. Cuánto y cuándo se reflejará en el precio de éstas es un pronóstico complicado, pero tarde o temprano lo hará, en mayor o menor medida. Para los países latinoamericanos que tanto se han beneficiado de ese proceso, está llegando el momento de poner sus barbas a remojar.

Los analistas están acostumbrados a observar grandes economías, como la estadounidense, que por su tamaño son el motor de ciclos de expansión o contracción global, más que las víctimas. Por ello, creo que ven los ciclos de desarrollo de las economías emergentes como si tuvieran una autosuficiencia con la que no cuentan.

Pero, si el refugio no está ahí, entonces dónde. En algún momento, estará en los mismos valores que están siendo despedazados. Las valuaciones de lo bueno se ajustan junto con las de acciones y bonos emproblemados. A veces, esto ocurre porque es en la venta de “lo bueno” donde se tiene más liquidez, y muchos inversionistas realizan ventas o por necesidad o por pánico.

Desafortunadamente, como siempre ocurre, los mercados tocarán fondo en medio de la tempestad arreciando y, por ello, se requerirá de mayor valor para entrar. El premio será para quienes compren fijándose en que la calidad de lo que compran, más que buscando lo que más ha caído de precio; y para quienes lo hagan pensando en mantener la inversión a largo plazo, en vez de tratar de especular buscando premios instantáneos.

Sí, la tempestad económica va a arreciar y eso es lo que los mercados pronostican. Pero como todo buen navegante, hay que mantener el timón firme

y la vista en el horizonte; hay un largo trecho por recorrer. Vendrán oportunidades de inversión que no hemos tenido en décadas. Hay que amarrarse los pantalones, paciencia y meter las emociones al refrigerador.