

Los rescates bancarios cuestan

Los mercados parecen moverse a través de largos ciclos en los que reina la ambición, y otros en los que domina el miedo. Vemos que la desmedida avaricia que parecía haberse apoderado de Estados Unidos en forma exclusiva, es más un fenómeno global que complica la situación en forma impredecible. Después de la concertada aunque torpe reacción de los gobiernos de los países industrializados.

En el caso de Estados Unidos, después de la aprobación del TARP siglas en inglés del programa para el alivio de activos en problemas siguió la capitalización forzada de los principales bancos estadounidenses que recibieron, en total, 250 mil millones de dólares.

La capitalización de los bancos era una acción impostergable que permite que baje la percepción del riesgo que presenta la banca, permite que los contribuyentes tengan la posibilidad de ser accionistas a cambio de la ayuda otorgada, y ofrecen el uso de recursos fiscales en forma mucho más eficiente.

Considerando que los bancos pueden otorgar crédito por hasta doce veces el capital recibido, su capacidad ha crecido en tres mil millones de dólares, cuatro veces el TARP. Se ofrece entonces ayuda en diferentes niveles del balance, permitiendo que los bancos subasten activos tóxicos, y simultáneamente les inyectan capital. Sin embargo, estos planes no son una receta mágica que nos echa atrás varios meses y nos deja como si nada hubiese pasado. Desafortunadamente, pasó mucho y esta es, en efecto una crisis que tendrá un efecto duradero en la economía mundial.

Se compara la capitalización reciente con la RFC corporación para la reconstrucción financiera que surgió después de la depresión en los años 30. Hasta ahora, la magnitud de la actividad de ambos es distinta. La RFC llevó a que el gobierno estadounidense invirtiera en acciones preferentes equivalentes al 31% del valor en libros total de las acciones cotizadas en bolsa si lo medimos en el punto más bajo del ciclo bursátil. El monto recién inyectado equivale hoy a sólo 2% de la capitalización total del mercado bursátil.

La diferencia entre el costo de una y otra crisis parece provenir de la experiencia que se ha adquirido resolviendo múltiples crisis bancarias a lo largo del siglo XX. La experiencia nos muestra que la devastación y el costo fiscal son directamente proporcionales al tiempo que se tome el gobierno para empezar su intervención en forma decisiva.

La experiencia sueca, por ejemplo, permitió un rescate relativamente barato, particularmente comparándola con el epítome del morrococoy gubernamental del

caso japonés cuyo rescate bancario les costó a los contribuyentes de ese país 24% del PIB.

La experiencia parece mostrar que los rescates bancarios cuestan, en promedio, 16% del PIB. Probablemente el estadounidense acabará estando por ahí cuando los libros de historia lo reseñen. Por lo pronto, parecen tener mucho campo de acción.

Por ahora, la recapitalización bancaria no garantiza que los bancos se lanzarán a dar crédito. Hemos pasado del reinado de la avaricia al imperio del miedo. Es probable que, por un tiempo, los bancos utilizarán los recursos actuales para resarcir sus reservas mientras se lamen las heridas. Los posibles demandantes de crédito tienen hoy menos garantías, ante la baja en el precio de sus casas tienen menos activos, si combinamos ésta con la baja en el valor de sus inversiones y probablemente, tienen empleos en peligro o en caso de conservarlos, sus perspectivas de ingreso se han deteriorado. Los bancos tendrán que hacerle frente, de todas formas, a los compromisos que han hecho para dar crédito. Las obligaciones contraídas son tres veces mayores que el total de lo ya otorgado. Éstas son líneas de crédito que tienen que dar pues el posible deudor ha pagado por tener acceso a ellas. En las condiciones actuales, esa puede ser una fuente de deterioro en la calidad de sus activos. Este es un mal momento para sufrir una expansión involuntaria de sus balances, particularmente cuando para fondearse tendrían que recurrir a un mercado de dinero extraordinariamente caro.

Aún con la intervención del gobierno, la tasa Libor (la tasa a la que los bancos se prestan entre sí) sigue siendo extraordinariamente alta, y la posibilidad de emitir papel comercial sigue dependiendo del gobierno como comprador. Los Spreads han bajado sólo en aquellos casos en que el gobierno ha salido a garantizar la solvencia del emisor, o en los que ha sido el comprador eventual. La emisión de deuda de corto plazo está lejos, aún, de normalizarse.

En el proceso de crisis ha habido dos sorpresas. La primera es que las instituciones financieras del mundo estaban mucho más interconectadas de lo que se creía, lo que hace que la situación tenga un alcance global. La segunda es que aun en el caso de un terremoto que ha tenido su epicentro en Estados Unidos, el mundo corre a refugiarse en bonos emitidos por el tesoro estadounidense, y en el dólar como divisa.

En momentos en que los gobiernos del mundo salen a garantizar en mayor o menor medida los depósitos bancarios, es importante recordar que en Estados Unidos éstos equivalen solamente a dos veces la deuda pública estadounidense. En el Reino Unido, Irlanda, España y Bélgica esa razón está entre seis y diez veces. La proporción más alta la tiene Suiza con treinta veces.

Esta es una recesión global y, como tal, nos recordará de la enorme inflexibilidad que sufre la economía europea y Estados Unidos, a pesar de ser el foco principal de la epidemia, mostrará una rápida contracción y una secuela

potencialmente menos destructiva a partir de la flexibilidad de su economía. El riesgo principal proviene precisamente de la fe en el dólar. Ésta probablemente se mantendrá siempre y cuando se perciba que el sector financiero se estabiliza, y que la intervención gubernamental va dando resultado. Mientras el mundo la mantenga, el hecho de que la deuda estadounidense esté plenamente dolarizada les permitirá vivir una crisis financiera y crediticia sin tener que padecer una crisis cambiaria.

Quienes nacimos y vivimos en economías emergentes no hemos vivido una sin la otra. En éstos, la crisis financiera provoca un rápido debilitamiento de la moneda local la devaluación de la moneda se traduce en presión inflacionaria. Con inflación e inestabilidad cambiaria, las tasas de interés reales tienen que subir, agravando aún más la crisis bancaria y crediticia. En el caso estadounidense, a no ser que veamos precios de petróleo al alza, es posible que la inflación llegue a 1% a mediados del próximo año. A nivel mundial, la presión deflacionaria será fuerte conforme quede capacidad instalada ociosa, como consecuencia de la contracción del consumo. La caída en éste afectará a las economías emergentes y particularmente, a las latinoamericanas acostumbradas al fuerte flujo proveniente de su exportación de materias primas (Venezuela). En otro ejercicio de exceso de ambición y falta de miedo, hemos visto el enorme efecto que la unilateral apuesta al fortalecimiento de monedas locales ha tenido en las empresas más grandes de América Latina. Se han olvidado de que el manejo financiero de sus recursos debe siempre diseñarse para apuntalar a su negocio natural, y no para volverse la principal fuente de ingreso. La amnesia y arrogancia ha llevado a que en estos países se pierda perspectiva en cuanto a la diferencia en el comportamiento de monedas “fuertes” y las que no lo son.

A la larga, lo único que permitirá que el sector financiero y el mercado crediticio recuperen su salud, será el bienestar de la economía real. Esto tomará tiempo. Hemos evidenciado el peor deterioro en la riqueza del consumidor estadounidense en casi cincuenta años. En el tercer trimestre vimos la primera contracción en el gasto en consumo desde 1991. Las perspectivas de la inversión privada invitan también al pesimismo, sólo 29% de las empresas tienen algún plan de incrementar capacidad. La producción y el empleo también se deteriorarán. Se espera que el desempleo rebase 7% en los próximos meses y algunos analistas esperan llegue a niveles de 9%. Esto tendría un impacto negativo, nuevamente, en la calidad de los activos de los bancos, particularmente por el deterioro de la cartera de crédito al consumo.

Se estima que las familias estadounidenses pudieran perder entre siete y ocho mil millones de dólares de riqueza simplemente como consecuencia de la depreciación de sus inmuebles. Demográficamente, la situación no ayuda, particularmente si consideramos que los fondos para el retiro han resultado también fuertemente mermados por la baja en los mercados de valores. Para quienes esperaban una rápida recuperación de los mercados financieros una vez que las medidas para el rescate bancario se anunciaran, les tengo malas noticias: el daño está hecho. Muchos inversionistas aterrorizados por el

comportamiento reciente de los mercados no regresarán a estos por un rato largo. Aquellos aún invertidos aprovecharán cualquier recuperación para salir. Muchos acabarán volviéndose a animar hasta que venga la siguiente burbuja, pero esos son ya casos sin remedio.

Michael Cembalest de JP Morgan dice que si vemos las cuatro grandes crisis recientes (1932, 1974, 1982 y 2002), los mercados vuelven a intentar romper el punto más bajo después de la primera caída. Dice que la primera venta se da típicamente cuando se teme que viene una recesión, después viene el desapalancamiento que provoca ventas forzadas, los mercados se recuperan como consecuencia de los rescates fiscales y monetarios, los pronósticos de utilidades de las empresas caen como consecuencia de incorporar el entorno recesivo a éstas y provocan nuevamente una baja. Parece ser exactamente lo que ha pasado. En su análisis, dice que toma de dos a nueve meses que se toque fondo por segunda vez. Veremos qué pasa. El proceso de desapalancamiento tendrá un impacto en el comportamiento de los mercados. Por lo pronto, es importante recordar que la fuerte caída en los precios de las acciones en los diferentes mercados se debe a la incorporación del nuevo entorno a las expectativas de la capacidad que tendrán las empresas de generar utilidades en este entorno. Sin embargo, una vez que éstos estén plenamente asimilados, el mercado puede empezar a recuperarse. Como siempre ocurre, primero entrarán los inversionistas más sofisticados que, al ser quienes toman el mayor riesgo, también tendrán las mayores ganancias. Aquellos que se asusten y tomen pérdidas, eventualmente se arrepentirán de haberlo hecho.

Es fundamental acordarse de que una economía dominante como la estadounidense no se hace en un día. Esta ha sido el producto de décadas de inversión en infraestructura y educación, del desarrollo de un marco legal que propicie la inversión y genere confianza. A la larga, nos asombraremos de la flexibilidad de esta economía. Los riesgos latentes, sin embargo, vendrán de la tentación de regulación excesiva y de impuestos excesivos. Hoy, estamos en un nuevo entorno donde el miedo se impone sobre la ambición. En momentos así, ese temor hace que la gente esté dispuesta a vender baratos sus activos para hacerse de liquidez. Teniendo cautela y perspectivas de largo plazo, los inversionistas más sensatos podrán aprovechar extraordinarias oportunidades para posicionar bien sus recursos.