

CRISIS EN LOS MERCADOS

Por Dr. HECTOR JOSE PAGLIA*

(Exclusivo para Dossier económico Crear 04/2007)

Dada la trascendencia de la situación actual de los mercados internacionales, es importante tratar de analizar su posible evolución. Para ello, en primer término hay que evaluar los principales datos macroeconómicos de los Estados Unidos ya conocidos y las expectativas de los que se van a conocer en el futuro inmediato.

En estas circunstancias, como ya ha sucedido en otras oportunidades, las opiniones de los analistas muchas veces son confusas, contradictorias e inducen al error. La verdad es que hay para todos los gustos.... desde quien opina que es una tormenta de verano y que en breve todo habrá pasado, encaminándonos de vuelta a nuevos records,...hasta los que exponen tesis sobre escenarios apocalípticos definiendo la actual coyuntura como el "principio del fin".

En definitiva, trataremos de analizar algunos parámetros que puedan orientar al inversor en este momento de mercado altamente volátil.

Esta crisis ya se venía insinuando desde mediados del año pasado y advertíamos sobre las probabilidades de su ocurrencia. Parecía que el apetito por tomar mayor riesgo por parte de los inversores era insaciable, que no se registraba la fuerte desaceleración del mercado inmobiliario en los EEUU y que la suba de tasas de interés no hacía mella en los mercados de crédito.

Ahora, ya en medio del problema podemos aseverar que **la clave está en los próximos meses, de aquí a fines de año, comienzos del 2008**. Trataremos de explicar el porque.

Los datos claves para determinar si esta crisis es algo más duradero o una tormenta a corto plazo son:

- **Confianza del consumidor y Gasto de Consumo en EEUU.**

El dato de Junio/Julio ha estado dentro de lo esperado, incluso algo mejor, pero eso no quiere decir que estemos a "salvo".

Esto se puede deteriorar fácilmente por:

- 1) Un dato inflacionario más elevado en los próximos meses, reflejando la suba de los precios de energía de las últimas 4 semanas +/- 80 USD/barril de petróleo.

El último dato de inflación ha sido benigno, acercándose a la famosa

"comfort zone" de la Reserva Federal o Banco Central de EEUU (FED). La duda está en los próximos meses; ya que podríamos llegar a ver un aumento inducido precisamente por los altos precios energéticos.

El precio del petróleo supuestamente seguirá alto; hasta algunos bancos opinan que el precio del crudo podría llegar hasta los 95 - 100 USD/barril para final de año. Es razonable esta apreciación ya que ha comenzado la temporada de huracanes americana y ya se han formado dos huracanes de libro, uno sobre el golfo de México llamado DEAN y otro en la zona de Hawai llamado FLOSSI. Y a esto hay que sumar las tensiones geopolíticas de siempre.

2) Aumento de tipos de interés por parte de la FED y por lo tanto costos más altos en los créditos, ya que la mayoría de las hipotecas son de tipo variable es decir adaptables al mercado de forma inmediata.

La FED se encuentra en una posición un poco incómoda. La razón es que, por de pronto tienen los manos atadas. Al subir los tipos de interés, aumentaría aun más el riesgo del mercado de hipotecas sub-prime ya comprometido a la fecha, a la vez que podría aumentar el círculo de las hipotecas consideradas en "riesgo de impago". Si continuara bajando tipos de interés, intentando evitar una recesión, la posible suba de la inflación crearía un problema aun mayor.....

- **Liquidez inyectada al mercado**

Los bancos centrales están inyectando cantidades considerables de liquidez al mercado. Para hacernos una idea, ésta fue superior a la de la crisis del 11 de Septiembre.

Curiosamente el Banco Central Europeo ha sido el que más inyectó al mercado, sabrán algo ellos que nosotros no sabemos....todavía?

Que estarán intentando evitar realmente con este movimiento? Los bancos centrales intervinieron, para evitar cortes de liquidez en las gestoras de fondos de inversión. Esto, obviamente, vale solo para los fondos que están parcialmente comprometidos en el dilema de las hipotecas de baja calidad crediticia (sub-primas), ya que para fondos tipo el de Bear Stearn que estaban invertidos al 1000% en sub-primas; con un leverage (apalancamiento) de 10 veces, esta liquidez inyectada tampoco los hubiera salvado.

Pero para fondos con exposición parcial a los sub-primas, es decir -sin leverage- un 20%, que al día de hoy valen poco o nada, teniendo el resto de la cartera (80%) invertido en renta variable (básicamente acciones), los Bancos Centrales están ofreciendo liquidez (vía créditos) para evitar que las Gestoras de Fondos tengan que vender sus portafolios de acciones en aras de hacer frente a las ventas de participaciones pedidas por los inversores y, evitar de este modo que la crisis se extienda a los mercados de renta variable mundial;

apelando a que las previsiones macroeconómicas son muy positivas, y la economía crece sólida, siendo además los resultados recientemente informados por las empresas muy buenos.

El razonamiento aquí es que esto es una crisis del mercado inmobiliario americano y sus respectivos créditos hipotecarios de baja calidad o sub-prime, y con estas medidas se quiere evitar que la crisis se extienda como una mancha de aceite y arrastre a otros mercados.

Es viable esta estrategia? Si lo es, pero debemos advertir que es una solución muy simplista y cortoplacista, ya que al inyectar liquidez de esta forma, se puede llegar a provocar una crisis mayor.

Por qué se podría generar dicha crisis de mayor calibre? Debido a que aumentaría la masa monetaria en circulación, las consecuencias de ello se verían en datos de inflación en unos meses...pero claro, esto es el futuro, y mientras tanto el presente queda "parchado"

Después habrá que drenar esa liquidez del mercado de vuelta o sea, más intervenciones sobre la tasa de interés!

- **Publicación de los NAV's de los Hedgefunds (Fondos de Cobertura)**

La publicación del valor neto de los activos de estos fondos (NAV por sus siglas en inglés) va ser determinante para todos. Habrá más fondos con serios problemas? **SI**, sin ninguna duda. Algunos perderán hasta un 30% o más, mientras que habrá otros que valdrán 0% directamente. Pero al día de hoy es imposible saber la cantidad de fondos que hay implicados y que efectivamente tienen exposición directa o indirecta (fondos de fondos) en sub-primas. La información empieza a venir de parte de las gestoras de dichos fondos pero el hecho de que estén demasiado reacias a dar dicha información es un dato suficientemente significativo sobre la situación.

- **Qué hacer entonces?**

Evitar o vender inversiones en los bancos internacionales con riesgo de estar comprometidos, a través de sus fondos o directamente, teniendo clientela con hipotecas sub-prime. Lo más probable es que estén de una o otra forma comprometidos los bancos internacionales con oficinas en EEUU, los bancos hipotecarios americanos, los bancos de inversiones y brokers, y por último evitar compañías semi-públicas tipo Freddie Mac y Faennie Mae's.

Con estas prevenciones es de esperar que el crecimiento en EEUU para el resto del año sea algo más lento, pero no que entre en recesión. También es muy factible que la inflación se quede en los niveles previstos, dando algo de respiro a la FED para actuar sobre las tasas. No habría que esperar, dado los riesgos en que se incurriría, ningún movimiento pronunciado de tasas de

interés de la FED, luego del recorte de 50 bp en setiembre. Es decir ni bajándolas ni subiéndolas, sino fluctuando en torno a los actuales niveles hasta fin de año. A pesar de las fuertes bajas todavía sería demasiado pronto para volver a entrar en el mercado de acciones, aunque sí podemos ser optimistas para el largo plazo.

Con todos estos datos en la mano la posición no debería ser otra que quedarse "on the sidelines" (fuera del mercado hasta que se aclare la situación) y, optar por esperar y ver. Como señalamos antes, es fundamental seguir de cerca la información y datos económicos de los próximos meses, por muchas razones, va ser decisivo en como se desarrollará esta crisis. Técnicamente los mercados de renta variable están sobrevalados. No es ninguna sorpresa, ya que han perdido entre 10 - 15% en las últimas semanas, llevando los índices de vuelta a niveles de principios de año, es decir a 0% y, en algunos casos, a terreno de performance negativa.

Correcciones en un mercado alcista no es nada raro, es más, es sano y lo hemos visto en varias ocasiones en los últimos años. Sin embargo, la volatilidad implícita del mercado en estos momentos nos cuenta una historia diferente. Mirando el índice VIX (mide la volatilidad del índice S&P 500), se nota que la aversión al riesgo -que desapareció en los últimos 12 meses-, volvió con "furia"...

Paciencia y mantenerse vigilante es la consigna en estas situaciones.

***El autor es Doctor en Ciencias Económicas**