



www.gacetafinanciera.com

La paradoja del ahorro (II)

Jorge Suárez Vélez. 22 de agosto de 2008, 08:27 AM

Como decía la semana pasada, ahora viene la resaca: el efecto de saldar la deuda de la economía más grande del mundo. Este proceso no será ni trivial ni poco doloroso.

La contracción del crédito en el mercado se va a dar tanto porque los individuos y las familias decidan reducir su endeudamiento, como por el hecho de que el **principal activo que podían ofrecer como colateral -su casa- ha perdido valor** y eso les resta capacidad para endeudarse.

Pero la disponibilidad de crédito también resultará afectada. Según Drew Matus, economista de Merrill Lynch, **56% de los bancos planea endurecer las condiciones para otorgar crédito para consumo**, un número similar endurecerán las condiciones para otorgar crédito comercial e industrial este año, **44% harán más estrictas las condiciones para hipotecas de alta calidad**, y 64% para hipotecas de baja calidad; 72% de éstos lo hará para proyectos inmobiliarios comerciales. Los bancos están resintiendo no sólo la pérdida de capital sino que además están siendo presionados por los reguladores para incrementar sus reservas y mejorar sus razones capital/deuda.

Es importante considerar que la alta disponibilidad de crédito fue en muchos niveles el combustible para el fuerte crecimiento que la economía estadounidense. **Inversionistas profesionales como los "hedge funds"** disfrutaron de estratosféricos niveles de endeudamiento. Ahora, sobrevivirán aquellos que fueron prudentes y entienden lo que hacen; esto los diferenciará de los kamikazes que dieron buenos resultados simplemente por tener el valor para tomar enormes niveles de riesgo. Sin embargo, no es difícil ser valientes cuando el riesgo se toma con dinero que no es de uno.

En los últimos años hubo, también, alta disponibilidad para financiar transacciones privadas. La rentabilidad de estos proyectos provenía más de la

disposición para apalancarlos que de las condiciones inherentes al proyecto mismo. Ahora, se tendrá que ver con lupa qué proyectos hacen sentido por sí mismos.

Los optimistas incorregibles dicen que no importa que el crédito vaya a escasear, pues la colosal liquidez que puede provenir de *fondos de inversión soberana* va a compensar con creces al hueco que dejen los bancos. Ellos mismos dicen que tampoco importa que el consumo estadounidense vaya a debilitarse; será compensado por el desarrollo de los mercados internos de países densamente poblados como China y la India.

Mi respuesta a ellos es que si ocurre una cosa, no puede ocurrir la otra. Si nuestras esperanzas están cifradas en que la demanda interna en esos países despegue, seguramente la necesidad por infraestructura y por financiamiento interno hará que una buena parte de los recursos que hoy conforman esos fondos soberanos, tendrá que ser utilizado por las economías que los han generado.

Es, por ello, que *sigue siendo demasiado temprano para afirmar que se ha tocado fondo*. La gradual escasez de crédito se ha reflejado en un alza en el costo del mismo. *Una hipoteca a 30 años* cuesta hoy más que en cualquier momento en los últimos seis años (casi *6.4%*). Pedir prestado utilizando la casa como colateral cuesta casi *8%*, y un crédito a tres años para adquirir un automóvil cuesta poco menos de *7%*.

Es lógico pensar que la crisis financiera va a amainar sólo cuando termine el deterioro de la deuda hipotecaria (pues ésta sigue teniendo consecuencias para quienes tienen bonos con garantía hipotecaria en sus portafolios). Esta última requiere de que el precio de los inmuebles se estabilice. Es un poco cuesta arriba que eso ocurra mientras el costo del crédito hipotecario esté al alza.

Por ello, concluyo reafirmando lo que he dicho antes. Creo que el proceso de "desapalancamiento" continuará, voluntariamente o porque los deudores no pueden dar el nivel necesario de confianza a los acreedores. Para evitar un colapso económico, el gobierno se verá forzado a incrementar fuertemente su endeudamiento. Parte del mismo puede darse como consecuencia de *la necesidad de seguir rescatando instituciones financieras*. Claramente, el de Fannie Mae y Freddie Mac es el primero en la lista. Sin embargo, lejos de lo

que se piensa, el gobierno estadounidense tiene margen de maniobra para endeudarse.

Recientemente se ha especulado que, si esto ocurre, el gobierno estadounidense pone en riesgo su calificación crediticia "triple A". El analista de Merrill Lynch David Rosenberg dice que esto es poco probable pues comparado con [Japón y Canadá](#), países que perdieron esa categoría, [los niveles de deuda pública a Producto Interno Bruto](#) en esos países alcanzaron [80% y 70%](#) respectivamente, [Estados Unidos está en 40%](#). Mi pregunta, sin embargo, es si es posible que la deuda crezca y que el costo de la misma se mantenga estable.

En mi opinión, las tasas de interés de los bonos a largo plazo van a aumentar. Si lo hacen, el apetito por deuda emitida en dólares será mayor y acabará reflejándose en una gradual revaluación del vapuleado dólar. Sin embargo, es probable que la Reserva Federal deje sus tasas de referencia a niveles bajos. Esto permitiría a los bancos comerciales recapitalizarse gradualmente conforme [se fondean barato y prestan caro](#). Ese diferencial, sin embargo, será parcialmente compensado por la creciente necesidad de fondear al FDIC, la entidad que se encarga de asegurar los depósitos que los inversionistas hacen en bancos comerciales.

Un entorno de tasas de interés más altas se convertirá en un reto para aquellas empresas con flujos de efectivo deficitarios, pero le dará ventaja a aquellas empresas ricas en "cash" cuya capacidad para adquirir a sus competidores heridos aumentará.

Como dije la semana pasada, este entorno es también mala noticia para los países exportadores de materias primas que se acostumbraron a disfrutar del voraz apetito de los consumidores estadounidenses y europeos, y ahora tendrán que lidiar con que los consumidores se pondrán a ahorrar y con una economía mundial que crece mucho más lentamente.

La buena noticia, sin embargo, es que las recesiones sin fuerte presión inflacionaria son mucho más manejables. Como dije también, éstas se resuelven gastando y eso es lo que hará el gobierno estadounidense, como también lo hizo el japonés para responder al colapso financiero de 1990. Como inversionistas, sólo hace falta leer la situación correctamente, y adaptar la estrategia de

inversión al nuevo entorno. Era más fácil invertir con un fuerte viento en la espalda, pero aquí también habrá buenas oportunidades.