

# EL MUNDO QUE DEJÓ LA CRISIS FINANCIERA

## LOS NÚMEROS QUE EXIGEN ATENCIÓN

La crisis financiera de 2008 cambió todas las referencias sobre la industria de inversión y dejó la sensación de transitar por nuevas tierras, donde se cuestiona la fortaleza del dólar y la supervivencia del euro, China se ha vuelto un pilar de la economía mundial, algunos países emergentes tienen finanzas públicas más robustas que el país europeo promedio y nadie sabe cómo salir de este ciclo de poco crecimiento

Carlos Jaramillo

LAS NUEVAS TENDENCIAS se van consolidando, de manera silenciosa y hasta imperceptible, hasta que en algún momento lo que se consideraba estable y permanente, como pudo haber sido comprar música en discos compactos o alquilar películas en la tienda de la esquina, pertenece a un pasado que parece tan remoto como la rutina de almidonar las sabanas. Las nuevas tendencias, difusas en un principio, poco a poco cuajan para volverse las nuevas verdades ineludibles, como sugieren algunos comportamientos que van marcando el panorama de la inversión en la próxima década.

### La renta fija ya no es lo que era

Una de las consecuencias inesperadas de la gran crisis financiera de 2008 es una especie de asimilación de instrumentos de renta fija y variable dentro de una misma categoría, por el hecho de tener en común el pago de remuneraciones periódicas. La prensa especializada llama a esta área *income investing* (lo que podría traducirse como «generación de ingresos»), la cual se ha ido desarrollando para atender las necesidades de información de un grupo cada vez más importante de inversionistas: aquellos para los cuales generar ingresos es el objetivo principal de la inversión. Pertenecen a este grupo las personas naturales que se acercan o se encuentran en la edad de retiro, así como las instituciones que cuentan con los ingresos de algún fondo fiduciario para cubrir sus gastos corrientes, como es el caso de muchas fundaciones.

La apertura del espectro de inversión se debe, como se imaginarán muchos lectores, a las bajas tasas de interés que pagan los instrumentos de renta fija AAA de los países desarrollados. Si a esto se suma el hecho de que la valoración de los mercados accionarios de Estados Unidos, Europa y Japón ha llegado a mínimos históricos, es comprensible que surjan recomendaciones de compra de acciones de empresas que pagan generosos dividendos, para compensar los ingresos que no producen las bajas tasas. A quienes sienten aprensión de comprar acciones se les trata de convencer recordándoles que, a estos valores, es muy probable que esas empresas valgan mucho más a mediano plazo, por lo que obtendrán no solo ingresos sino también atractivas ganancias de capital.

Carlos Jaramillo, profesor de finanzas en el IESA

La afirmación anterior es una verdad a medias, porque frivola el riesgo adicional que implica dejar de ser acreedor para ser accionista. Pero hay un punto muy importante que apenas ahora comienza a captar la atención de asesores y analistas de inversión: la naturaleza del efectivo de las empresas estadounidenses.

Grandes empresas como Microsoft, Xerox, Coca Cola o Pfizer poseen acumulaciones de efectivo en el orden de millardos de dólares que no pueden usar fácilmente para planes de expansión en Estados Unidos, pues no existen obvias oportunidades de inversión. Por ello, se espera que mantengan o incrementen sus dividendos o recompan acciones. Lo que muchas veces se olvida, al hacer este análisis, es el hecho de que este grupo de empresas es más pequeño de lo que se piensa y mucho de ese efectivo está en posesión de filiales fuera de Estados Unidos; por lo que no está disponible para tales usos, a menos que sean repatriados a la casa matriz, lo que ocasionaría pagos adicionales de impuestos.

La Reserva Federal publicó un reporte sobre los flujos de fondos de las empresas estadounidenses no financieras, para el cierre del primer trimestre de 2012: estas empresas tienen reservas de efectivo del orden de 1,74 billones de dólares. Lo curioso es que de las 7.100 empresas que cotizan en bolsa en Estados Unidos, 25 acumulan el 45 por ciento del efectivo mencionado; al extender el grupo a cincuenta, llegan a acumular 53 por ciento del efectivo. Las 7.050 empresas restantes más otros cientos que no cotizan en bolsa, pero que forman parte del estudio, acumulan 822 millardos de dólares.

Las 25 principales acumuladoras de efectivo son responsables del pago de apenas 11 por ciento de los 8,15 billones de deuda no financiera vigente; es decir, quienes más

tienen son lo que menos deben. Al estar una buena parte del efectivo fuera de Estados Unidos, no está disponible inmediatamente para respaldar el pago de deuda de la casa matriz lo cual, se supone, aumenta ligeramente el diferencial de retorno de estos emisores con respecto a la deuda libre de riesgo del gobierno federal.

Gran parte de este dinero no irá, a mediano plazo, a Estados Unidos. Es probable que se quede en los países anfitriones transformándose en inversiones permanentes; especialmente en Europa, donde la crisis ha bajado el precio de empresas muy deseables. La próxima vez que su asesor de inversiones le hable de los excedentes de efectivo de las multinacionales estadounidenses, y su potencial impacto en el incremento de dividendos, no olvide estos numeritos.

### Una pesadilla contemporánea

En su edición del 26 de junio de este año, el famoso semanario alemán *Der Spiegel* publicó un artículo titulado «Imaginar lo imposible: las desastrosas consecuencias de la explosión del euro», traducido casi instantáneamente al inglés y objeto de discusión obligada para la prensa especializada en Estados Unidos y Europa. Aunque con un tono algo amarillista el artículo tiene el mérito de mostrar, en una sola pieza narrativa, cómo se materializaría en lo cotidiano una vuelta al esquema de monedas nacionales en la eurozona.

Para comenzar habría un feriado bancario un día lunes que tomaría «por sorpresa» a los ciudadanos del primer país que abandone el euro. Ese fin de semana se usaría para marcar todos los billetes en circulación, en poder de las instituciones financieras, para evitar que se mezclen billetes falsos con los buenos en el comienzo de una transición. En ese momento se



**HUMANITAS**

**Celebremos la grandeza de ser venezolanos...**

Con Humanitas usted y su empresa contarán con:

- Una **EXPERIENCIA** consolidada con más de **17 años** activos en el mercado venezolano, ubicándonos entre las primeras compañías de planes administrados de salud.
- Lo invitamos a conocer una gama de **PRODUCTOS** diseñados para cubrir las necesidades y exigencias de nuestros contratantes y afiliados.

[www.humanitas.com.ve](http://www.humanitas.com.ve)

0500 HUMANITAS (0500-486.2648). Para mayor información llamar a (0212) 951.42.33



vigilan los movimientos de capitales y comienza a gestarse un mercado negro. En los días siguientes se decreta un segundo feriado bancario y a partir de allí todos los saldos bancarios pasarían a denominarse en la nueva moneda local. Los billetes marcados se sustituirían paulatinamente por los nuevos, como ocurrió en el paso del bolívar al bolívar fuerte.

Las denominaciones de los contratos podrían reexpresarse en moneda nacional, lo que ocasionaría pérdidas a las empresas domiciliadas en países que mantengan el euro como moneda. Los departamentos legales de empresas alemanas y francesas estudian en este momento cuán robusto es el argumento de que esos contratos no pueden ser cambiados a moneda nacional. Los grupos contables estudian la posibilidad de deducir las pérdidas cambiarías de ser inevitable las reexpresiones.

Alemania recibiría un gran golpe si España e Italia, además de Grecia y Portugal, abandonan la eurozona. Las ventas anuales de los alemanes a estos socios comerciales exceden los cien millardos de euros. La reintroducción de la lira y la

### Una de las consecuencias inesperadas de la gran crisis financiera de 2008 es una especie de asimilación de instrumentos de renta fija y variable dentro de una misma categoría, por el hecho de tener en común el pago de remuneraciones periódicas

peseta podría venir acompañada de una devaluación de estas monedas del orden del 25 por ciento, con lo que perderían competitividad las exportaciones alemanas. Además de las exportaciones, las filiales de las multinacionales alemanas en los mercados de Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España (el grupo de países llamado PIIGS, por sus iniciales en inglés) quedarían expuestas a las devaluaciones de las monedas nacionales. Se calcula que en 2010 las filiales alemanas en estos países vendieron 218 millardos de euros, y poseían inversiones directas por 96 millardos.

El sector bancario de los países que abandonen el euro enfrentaría corridas de grandes proporciones, al tratar los clientes de poner sus euros a salvo, y se crearían déficits patrimoniales de unos 410 millardos de euros, que se necesitarían para recapitalizar 29 bancos principales de los PIIGS. La banca de inversión tampoco escaparía a este problema, ya que su cartera de títulos valores de los países salientes podría obligar a instituciones como el Deutsche Bank a requerir recapitalizaciones del orden de 35 millardos de euros. Las compañías de seguros sufrirían situaciones similares con sus carteras de inversión.

El impacto para Alemania de la caída de las exportaciones, el eventual rescate de sus bancos y la bancarrota de empresas sería de unos 500 millardos de euros, según los cálculos del banco de inversión UBS. No es de sorprender que el acuerdo logrado por los miembros de la eurozona el jueves 28 de junio, gracias al cual se permitió al Fondo Europeo de Rescate auxiliar directamente a bancos en problemas sin que estos cuenten con el aval de sus gobiernos nacionales, lo que contablemente aumentaría la deuda pública de estos países, haya sido recibido con beneplácito por los mercados de acciones y bonos. Esta primera iniciativa envía la señal de que es posible lograr acuerdos políticos para evitar lo que según la descripción de *Der Spiegel* sería la gran pesadilla contemporánea.

#### Como pompas de jabón

Un fenómeno razonablemente comentado pero poco entendido por el inversionista promedio es el conocido como «desapalan-

camiento», que no es más que la reducción de los saldos de deuda de personas y empresa luego de una burbuja financiera.

Se denomina «burbuja financiera» el crecimiento sostenido del precio de un bien, no explicado por razones fundamentales sino por el acceso a fuentes de crédito baratas, que permiten dirigir recursos a la especulación con el bien que se pone de moda. Los inversionistas compran el activo en cuestión porque piensan que subirá de precio y pueden hacer una ganancia rápida, si se montan inmediatamente en la tendencia y venden el bien antes de que el mercado cambie de opinión sobre su valor. La burbuja inmobiliaria de la década pasada en Estados Unidos es un claro ejemplo de este fenómeno.

Una vez reventada la burbuja hay que vivir con el hecho de poseer un activo cuyo valor es menor que la deuda solicitada para adquirirlo, no se puede vender el bien a corto plazo porque su precio es el peor posible y hay que seguir pagando la deuda. Japón, Suecia y Finlandia sufrieron burbujas financieras en la década de los noventa, de las que Japón aún no se recupera.

Los gobiernos tratan de hacer digeribles los procesos de desapalancamiento bajando las tasas de interés, lo que crea un efecto indeseado, que es reducir la capacidad de acumulación de recursos de los ahorristas, y se tira así por la borda las expectativas de quienes tienen planes con sus ahorros. Aquí surge un nuevo problema: si los ahorristas no renuncian a sus sueños, necesitan ahorrar más u obtener un mayor retorno sobre lo que ahorran, y se ven obligados a aumentar el riesgo que están dispuestos a asumir con sus recursos.

La imaginación, en términos financieros, puede llegar a los extremos y por eso en la actualidad se observa una proliferación de estrategias de inversión destinadas a inversionistas conservadores e insatisfechos, que no se habría soñado en la década pasada. La última de ellas es la inversión en oro. No se habla aquí de quienes compran oro para cubrirse de la próxima hecatombe nuclear o de la caída de la economía capitalista, sino de quienes, basándose en el hecho de que el precio de este metal creció un veinte por ciento anual en la década pasada, creen que con su adquisición pueden sustituir a los instrumentos de renta fija AAA de los países refugio (Estados Unidos, Alemania e Inglaterra), que hoy pagan retornos miserables.

El oro, como cualquier materia prima, está sometido a los vaivenes de la oferta y la demanda. Funciona muy bien como seguro contra la inflación cuando es mantenido a muy largo plazo, en especial cuando las expectativas inflacionarias son altas, que no es el caso cuando se vive un proceso de desapalancamiento como el que sufren en estos momentos la eurozona y Estados Unidos.

El oro es más volátil de lo que muchos perciben. La desviación estándar de su retorno histórico anual para los últimos treinta años es 27 por ciento, mientras que la de los bonos grado inversión de Estados Unidos ha sido 9 por ciento. Su correlación con el desempeño de los mercados accionarios de los países desarrollados es alta, hasta tal punto que en octubre de 2008 —la cima de la crisis financiera reciente, cuando cayeron los mercados financieros— el metal amarillo retrocedió en 21 por ciento.

Para el inversionista en renta fija el dilema de la próxima década es muy claro. Mientras haya desapalancamiento habrá tasas bajas; si estas no le sirven aumente su perfil de riesgo y cuídese de no alimentar con su dinero la próxima burbuja.

#### La cruda realidad

Los gobiernos municipales de Estados Unidos han generado en el último mes una serie de noticias que siembran preocupación entre los inversionistas en renta fija denominada en dólares.

La caída de ingresos municipales, producto del lento crecimiento económico del país, sumada a la baja secular de las tasas de interés que han impactado negativamente los rendimientos de los fondos de retiros de estos gobiernos locales, obliga a repensar no solo cómo repartir entre personas y compañías de cualquier municipalidad los costos de mantener estos entes territoriales, sino también el tipo de compromisos que pueden

### Para el inversionista en renta fija el dilema de la próxima década es muy claro. Mientras haya desapalancamiento habrá tasas bajas; si estas no le sirven aumente su perfil de riesgo y cuídese de no alimentar con su dinero la próxima burbuja

adquirir por cuenta de los contribuyentes. California, estado en el cual dos municipalidades se declararon en bancarota en julio (Stockton y San Bernardino), ha seguido bajo la administración del Partido Republicano una política opuesta a la subida de impuestos, con el objeto de no perder contribuyentes adinerados que podrían mudar su dirección fiscal a otros puntos del país.

Ingresos rezagados en el tiempo, acompañados de una rígida estructura de gastos representada por pensiones de funcionarios públicos subcapitalizadas, conducen rápidamente a situaciones de insolvencia técnica que terminan resolviéndose con reestructuraciones en las cuales los acreedores financieros, proveedores y pensionados se ven obligados a cobrar menos de lo originalmente pactado, tal como ocurrió con los tenedores de bonos griegos hace unos meses.

¿Viene una insolvencia generalizada de deuda municipal en Estados Unidos que podría impactar negativamente al resto de los inversionistas de renta fija denominada en dólares? Seguramente no, pero lo que sí viene es una «sinceración» de las finanzas municipales que se traducirá en más impuestos, una reducción de la variedad y la calidad de los servicios públicos en comunidades de ingresos medios y bajos, y un aumento de las cargas de los contribuyentes en los municipios de alto poder adquisitivo. Estas no son buenas noticias para quienes cuentan con la recuperación del consumo como uno de los motores del crecimiento de Estados Unidos en los próximos años.

El problema de la subcapitalización de los fondos de retiro no es monopolio de la administración pública de Estados Unidos. Según un reporte de S&P Dow Jones, las empresas que forman parte del índice S&P 500 debían a sus planes de beneficios definidos 354,7 millardos de dólares a finales de 2011. Empresas como General Motors y Ford han comenzado a contactar a sus pensionados para ofrecerles pagos únicos, en sustitución del flujo de pagos mensuales que deberían recibir hasta su muerte o la del cónyuge superviviente. La lógica detrás de esta oferta es que, al prepagar la

pensión de retiro, estas empresas se liberan del cumplimiento de un nuevo grupo de reglas de la Ley Federal de Pensiones, que les obliga a hacer mayores provisiones para cumplir estas obligaciones.


La empresa estadounidense promedio que ofrece planes de retiro de beneficios definidos solo cuenta con un 74 por ciento de los recursos para cumplir los requisitos que recomiendan los actuarios. Las contribuciones adicionales que deberán hacer estas empresas comprometen el uso de recursos que en otra circunstancia engrosarían sus planes de inversión. Con esta generación de retirados desaparecerán los planes de beneficios definidos, pues la volatilidad de los retornos de los mercados financieros hace muy costoso a las grandes empresas ofrecer pagos sin saber si son capaces de obtener los retornos necesarios para cumplirlos.

Mientras las empresas de Estados Unidos encuentren más trabas para retomar la senda del crecimiento no habrá gran motivación para que la Reserva Federal suba las tasas. Si bien las tasas bajas ayudan a las empresas a hacer más viable su recuperación, producen el efecto no deseado de aumentar la subcapitalización de los fondos de retiro. Y esta es la cruda realidad.

#### Atención a estos numeritos

Las fuentes de incertidumbre recién descritas están generando una nueva industria de inversión, más abierta a experimentar con títulos financieros de mercados emergentes, con instrumentos ilíquidos pero muy rentables. Es una industria propensa a estandarizar la inversión de quienes tienen pocos recursos en fondos mutuales y fondos cotizados (ETF), que facilitan el acceso a distintas estrategias de inversión con poco dinero.

El discurso institucional reflejado en la publicidad del sector evolucionará de la exhortación al ahorro sistemático, para alcanzar el retiro ideal en los años dorados típico de las últimas tres décadas, hacia mensajes que recuerden que las expectativas de vida han aumentado, que la acumulación de recursos en entornos volátiles siempre será un hecho incierto y que se necesita más dinero del que la gente cree para costear el último tercio de vida. Cada tanto la prensa especializada mostrará números que muestren desde el terreno ganado por China en la composición de las carteras internacionales hasta los cambios en los patrones de consumo en los países desarrollados producto del desapalancamiento que los hogares y empresas deberán enfrentar en la búsqueda de una economía más viable.

Solo el tiempo dirá si el euro sobrevive o no. No obstante, esta crisis dejará importantes lecciones sobre los compromisos que las sociedades deben asumir para garantizar la viabilidad de las finanzas públicas y las responsabilidades que los individuos deben asumir para financiar su futuro. Los numeritos están allí insinuando lo que viene, pero hacen falta lectores atentos para descifrarlos. 



## VALORACIÓN DE PROYECTOS | MIGUEL NAJUL



0212-555.42.63 / 44.60  
ediesa@iesa.edu.ve

La valoración es quizás la disciplina gerencial más exigente, porque pone a prueba los conocimientos necesarios para analizar un proyecto y su entorno. Esta es la base de *Valoración de proyectos*, un libro que expone, de manera sencilla y recurriendo a ejemplos prácticos, los lineamientos teóricos de la valoración de negocios. La obra incluye un CD con una amplia muestra de modelos matemáticos diseñados en hojas de cálculo, que propone pautas para proyectar cuentas y variables.