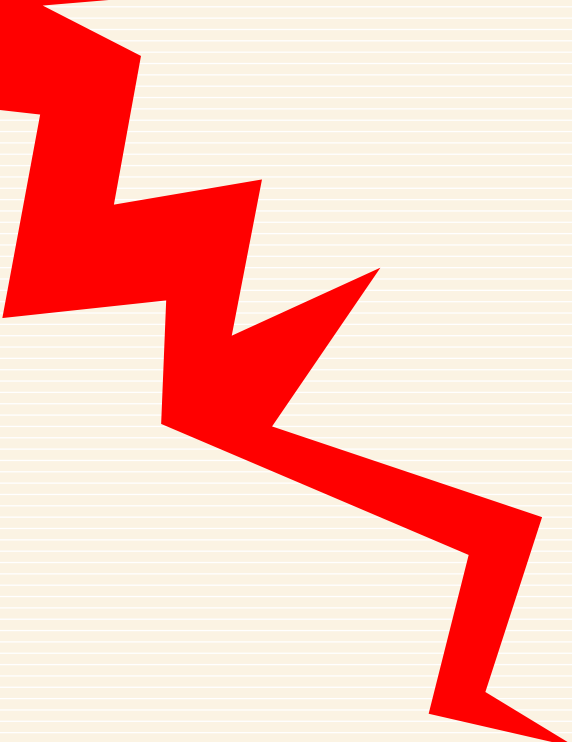


LA CRISIS VIENE DEL NORTE



La quiebra de la banca de inversión en Estados Unidos y Europa y el desplome de las bolsas de valores han sorprendido por sus profundos efectos sobre las economías de todo el mundo. La recesión económica avanza y nadie se salvará de ella. Exceso de optimismo, falta de información, crédito barato, globalización de los mercados, oídos sordos a las advertencias... Una larga lista de factores explica esta crisis de magnitudes aún desconocidas, que para algunos parece anunciar el fin de un tipo de capitalismo. Gustavo García, Roberto Vainrub, Urbi Garay, Carlos Alberto Molina y Miguel Ángel Santos, profesores del IESA, ofrecen sus explicaciones de la crisis y sus tentáculos sobre América Latina.

La crisis financiera: lo nuevo, lo viejo y sus implicaciones

GUSTAVO GARCÍA O.

El estallido de la crisis financiera en Estados Unidos, que de manera casi simultánea se ha extendido por la mayoría de los países desarrollados de Europa, ha generado intensos debates; entre otras cosas, por sus impactos en la economía mundial. La discusión sobre las causas de esta crisis y sus posibles implicaciones para la regulación bancaria y la estructura del sistema financiero internacional ha originado una serie de mitos, distorsiones, verdades y medias verdades que se hace necesario aclarar y decantar.

Las crisis bancarias tienen sus orígenes en fallas de mercado, siempre presentes en determinadas circunstancias en los países que basan sus economías en este tipo de mecanismos. Las crisis bancarias son casi consustanciales a las economías de mercado y, por ello, no sería exagerado decir que buena parte de la historia del capitalismo es también la historia de las crisis financieras. Esto no quiere decir que tales crisis no puedan ser evitadas o reducidas, particularmente sus impactos sobre el resto de la economía y, en consecuencia, los efectos negativos que usualmente causan en la población. Ello requiere una respuesta adecuada y oportuna de las autoridades económicas; sobre todo, de los responsables de la regulación y la supervisión de los sistemas bancarios y financieros, y de quienes tienen en sus manos el diseño y la ejecución de las políticas macroeconómicas.

LO VIEJO

Aunque todas las crisis bancarias difieren, según las circunstancias de cada economía y de cada tiempo en que ocurren, hay una serie de hechos y conductas de algunos agentes que se repiten en todas y cada una de ellas. Todas las crisis financieras han sido precedidas por un período de crecimiento económico caracterizado, entre otras cosas, por una expansión de los sistemas financieros y, en particular, del crédito bancario. Esa expansión genera presiones en los precios de ciertos bienes y servicios, y también activos financieros, algunos de los cuales se incrementan a un ritmo mucho mayor que el de los precios de la mayoría de los otros bienes y servicios. Ese aumento de precios induce inevitablemente un aumento de la demanda de créditos para adquirir esos bienes. En condiciones normales de mercado, si no hay un crecimiento sostenido de la liquidez y de otros agregados monetarios, ese aumento de la demanda de créditos inducirá tarde o temprano un aumento de las tasas de interés, con lo cual comienza la contención o reversión de la onda expansiva del ciclo económico y el aumento de precios. Sin embargo, cuando se produce un crecimiento más o menos sostenido de la liquidez y de otros agregados monetarios, la expansión del ciclo continúa y, con ella, la demanda de crédito y la presión sobre los precios de ciertos bienes y activos financieros.

Algunos bienes o activos financieros en los cuales la presión de demanda ha

sido mayor registran un aumento de precios superior no sólo al alza de los precios de los otros bienes o activos financieros, sino también a las tasas de interés del crédito bancario con el cual se pueden adquirir esos bienes. En consecuencia, quienes los adquieren durante las primeras fases del ciclo expansivo realizan una ganancia de capital, muchas veces considerable. Quienes están mejor informados y pueden financiarse más fácilmente continuarán demandando crédito bancario para adquirir los bienes o activos, sean reales o financieros. La sola expectativa de que el precio de esos activos siga aumentando a una tasa mayor que la de el resto de los bienes (y, sobre todo, mayor que las tasas de interés del crédito bancario) y que, por lo tanto, ofrezca importantes ganancias de capital, genera una onda especulativa en el mejor sentido financiero de la palabra: realizar una ganancia relativamente rápida por el aumento de precios de esos activos. De nuevo, en condiciones normales de mercado, si no hay una inyección de liquidez sostenida por un determinado período, ese exceso de demanda generará eventualmente un aumento de las tasas de interés que actuará como antídoto a esa onda especulativa. Pero si la inyección de liquidez continúa por un período relativamente prolongado, la onda especulativa generará una burbuja en los precios de esos bienes. Esa burbuja no es otra cosa que el aumento de los precios de esos activos reales o financieros, desatado por el

exceso de demanda, la cual a su vez está sustentada en gran medida en la expansión del crédito bancario.

La especulación financiera es simplemente la conducta de agentes económicos propensos al riesgo que intentan beneficiarse de la burbuja antes de que finalice el ciclo de expansión de los precios. En el ínterin, muchos agentes se endeudan en exceso con créditos bancarios más allá de lo conveniente, pensando que en algún momento podrán vender los activos, realizar la ganancia de capital por la elevación de los precios e incluso cancelar los créditos con los cuales los adquirieron. En este punto, la especulación se pudo realizar porque tanto el demandante del crédito como el banco que le otorga asumieron enormes riesgos.

En un momento determinado las expectativas de que los precios de los activos seguirán aumentando comienzan a revertirse y, en consecuencia, muchos agentes desean venderlos rápidamente. En ese momento, la venta masiva de los activos produce un debacle de sus precios: estalla la burbuja y los riesgos excesivos se materializan en pérdidas significativas. Esas pérdidas se extienden a los bancos, que difícilmente recuperan todo o parte del dinero prestado. La crisis financiera no es otra cosa que el estallido de esa burbuja. Pero, aun si no ocurriesen acontecimientos inesperados que aceleren el estallido de las burbujas financieras, en algún momento el aumento del crédito bancario y de la liquidez que lo sustenta no puede continuar, particularmente si las presiones inflacionarias que generan esas expansiones obligan a las autoridades económicas a actuar. Inevitablemente, la reducción de la liquidez que infló el exceso de demanda de créditos tendrá que ocurrir y, con ella, el aumento de las tasas de interés. Ambas medidas serán parte inevitable e imprescindible de las decisiones que deberán tomar los ejecutores de la política económica. Cuando ello ocurre, las burbujas financieras se hacen insostenibles, como son también insostenibles los aumentos de precios de ciertos activos reales o financieros que dieron origen a la especulación.

Estos hechos se repiten, de una u otra forma, en todas las crisis financieras en todas partes del mundo donde operan los mecanismos del mercado, independientemente de las características de cada país o economía en particular y de las diferencias de cada circunstancia en el tiempo. Estas crisis serán más explosivas mientras mayor sea la duración de la expansión de la liquidez y el crédito bancario, y mientras mayores sean las fallas de la regulación y la supervisión bancaria.

Las pérdidas de riqueza o valor que producen las crisis financieras no necesariamente afectan a los agentes económicos que asumen los mayores riesgos y juegan a la especulación financiera. La mayoría de los depositantes o inversionistas en ciertas instituciones financieras —bancas de inversión, casas de bolsa, fondos mutuales, entre otros— desconocen el riesgo al que han estado expuestos hasta que sufren pérdidas significativas en el valor de sus activos. Ello ocurre porque los mercados financieros adolecen de ciertas fallas; especialmente, asimetría de información y traspaso de riesgo. La asimetría de información significa que los agentes económicos no tienen la misma información y, por lo tanto, algunos pueden resultar expuestos a riesgos superiores a los que estarían dispuestos a asumir y, eventualmente, a las pérdidas que podrían materializarse. Por esa misma razón, los agentes económicos que tienen información privilegiada, o están más capacitados para entender los fenómenos económicos y financieros, no sólo saben protegerse de esos riesgos sino que también pueden trasladarlos hacia otros agentes económicos menos informados o avanzados.

La regulación y la supervisión bancaria surgen precisamente para evitar o aminorar esas distorsiones y, eventualmente, sancionar a quienes juegan a su favor con esas fallas del mercado. Durante los procesos de especulación y creación de burbujas financieras, las fallas de información de los mercados financieros, y en particular el traslado de riesgo, se exacerban. Por ello existen so-

bradas razones para que, durante esos procesos, las diversas autoridades económicas y reguladoras actúen a tiempo, no sólo con el fin de evitar o reducir las distorsiones sino también para evitar esas burbujas especulativas que afectan al resto de las actividades económicas y al bienestar de la población una vez que estallan. Sin embargo, la regulación pú-

La banca de inversión es objeto de una regulación mucho más suave o flexible, en parte porque se supone que los inversionistas son agentes económicos conscientes del riesgo que asumen

blica también está sujeta a una serie de fallas y deficiencias importantes. La reciente crisis financiera, originada en los dos principales centros financieros internacionales, Londres y Nueva York, han puesto de nuevo en evidencia las fallas de los mercados financieros y la ausencia de una reacción oportuna y adecuada de los reguladores y supervisores de esos centros financieros.

LO NUEVO

No es cierto lo que se ha mencionado, con demasiada frecuencia, en cuanto a la existencia de una regulación excesivamente laxa en el sistema bancario estadounidense. Tales afirmaciones surgen por el desconocimiento de un sistema complejo y de la manera como funciona el mercado de créditos hipotecarios, desde los compradores de viviendas hasta los inversionistas que compran títulos valores basados o «garantizados» en hipotecas de bienes inmuebles. El sistema financiero estadounidense fue hasta la década pasada un sistema segmentado y especializado, no integrado en lo que

se conoce hoy como banca universalmente integrada en todas las funciones de intermediación financiera. Las instituciones que captan depósitos del público (llamadas banca depositaria) están muy reguladas por la Reserva Federal (el banco central de Estados Unidos) y por el Contralor de la Moneda, organismo equivalente a una superintendencia de bancos. No sucede lo mismo con los bancos de inversión, que sólo están regulados por la Comisión de Valores (la SEC, por sus siglas en inglés), que regula el mercado de valores o bolsas de inversión en las cuales se transan acciones y otros títulos financieros. En este segmento, la banca de inversión sí es objeto de una regulación mucho más suave o flexible, en parte porque se supone que los inversionistas son agentes económicos conscientes del riesgo que asumen y, además, disponen de conocimiento especializado de los mercados financieros y sus riesgos implícitos.

Las instituciones depositarias (banca comercial, entidades de ahorro y préstamos), por su parte, prestan un servicio público como parte del sistema de pagos de una economía, funcionan con un público más general, no necesariamente calificado en la comprensión de los mercados financieros y en el manejo de riesgos. Por ello, los depósitos están garantizados hasta ciertos montos y, en consecuencia, son estrictamente reguladas. Hay empresas financieras que actúan como banca de inversión y banca comercial al mismo tiempo, que están sujetas a una regulación y una supervisión bancaria estrictas de la Reserva Federal y el Contralor de la Moneda, como cualquier otra institución depositaria. No es de sorprender, entonces, que esta banca universal y la banca exclusivamente comercial no hayan sido afectadas mayormente en las etapas iniciales de la crisis y que, por el contrario, haya sido la banca universal la que saliera al auxilio de varias instituciones quebradas o a punto de serlo, que permanecieron como banca de inversión solamente.

¿Qué pasó, entonces, con la banca de inversión en Estados Unidos y en parte de Europa? ¿Por qué quedó expuesta

a riesgos tan elevados y muchos inversionistas quedaron sujetos a pérdidas multimillonarias? ¿Por qué su cuasi-colapso se propagó tan rápidamente al resto de los mercados financieros y de las economías, en Estados Unidos y el resto del mundo? Las respuestas a esas preguntas tienen que ver con dos aspectos esenciales: la complejidad del funcionamiento del mercado hipotecario

No son los depositantes de un banco los que han perdido parte de sus ahorros, sino quizá un fondo de pensiones en alguna parte del mundo muy distante del epicentro del estallido

de Estados Unidos y la intensidad de la integración y la globalización de los mercados financieros. Se dieron todas las condiciones necesarias para la exacerbación de las fallas de información, la toma de riesgos excesivos y su traspaso a otros agentes económicos menos informados, en medio de una prolongada y sostenida expansión de liquidez, primero en Estados Unidos y luego en Europa. Esas fallas se propagaron y magnificaron también globalmente, por la rápida, intensa y dinámica integración de los mercados financieros globales.

Cuando un comprador de viviendas en Estados Unidos adquiere un préstamo hipotecario a largo plazo el prestatario es, usualmente, una institución bancaria depositaria; es decir, un banco comercial o una entidad de ahorro y préstamo. Estas instituciones no se quedan con esos préstamos en sus activos, sino que los venden a otros intermediarios financieros, sean privados o mixtos de propiedad pública y privada, tales como Fannie Mae, Freddie Mac o Ginnie Mae. A su vez, estos inter-

mediarios y los bancos de inversión agrupan las hipotecas como garantías para las emisiones de títulos de inversión, lo que se conoce como titularización de préstamos hipotecarios. Esos títulos se venden como instrumentos de inversión financiera a una variada gama de inversionistas: individuos, fondos de pensiones, inversionistas institucionales y bancos de inversión. Se supone que cada título tiene una garantía en el préstamo hipotecario original y, por ello, se le denomina obligación de deuda garantizada. Algunos seguros privados emiten una especie de garantía o fianza de esos títulos contra la posibilidad de incumplimiento. AIG, la institución de seguros más grande de Estados Unidos y una de las más grandes del mundo, era la principal emisora de esas garantías o fianzas.

Cada préstamo hipotecario tiene unas condiciones muy específicas y un riesgo particular, por lo que se hace sumamente difícil determinar el riesgo inherente a una titularización de varios, si no cientos, de préstamos agrupados en un paquete que se supone garantiza una emisión de obligaciones financieras en forma de títulos. En cierta forma, el mercado confió en un mecanismo que había funcionado muy bien por muchos años y que, además, se suponía objeto de una regulación y una supervisión financiera sumamente eficientes.

Este mecanismo había aportado una gran fuente de financiamiento para el mercado hipotecario, la industria de la construcción y las familias estadounidenses por muchos años, que constituía un sector sumamente dinámico de crecimiento para la economía. Sin embargo, la existencia de tasas de interés históricamente bajas durante muchos años —primero por la expansión de las políticas fiscal y monetaria financiadas por otros países mediante la compra de deuda pública de Estados Unidos y, segundo, por el reciclaje de los superávits comerciales de China, India y los países productores de petróleo y gas durante la actual década— produjo una gran liquidez internacional que se canalizó en buena medida hacia ese mercado. Durante muchos años el crédito bancario para la adquisición de

viviendas y otros inmuebles se hizo ampliamente abundante y barato, lo cual creó una presión de demanda sobre el precio de dichos bienes y, en consecuencia, se desató una onda especulativa o una burbuja inmobiliaria. Ahora bien, en el financiamiento del mercado hipotecario participan varios agentes e instituciones, desde los compradores de viviendas hasta los inversionistas individuales o institucionales que compran títulos con garantías hipotecarias. Pero esos agentes no comparten la misma información: quien otorga y aprueba la hipoteca, en una primera instancia, no es el mismo agente que queda con el riesgo implícito de los créditos hipotecarios hasta su pago final y extinción. Por lo tanto, los primeros agentes de ese circuito pueden verse tentados a asumir un riesgo que luego traspasan a los últimos agentes de la cadena.

La banca de inversión no asociada a otras instituciones financieras no depositarias, que estaba sujeta a una regulación mucho más laxa, se convirtió en el epicentro de esta nueva ola especulativa. Estas instituciones operaban en un entorno financiero integrado en el ámbito global. Así, el comprador de

una vivienda sin ingresos regulares y estables, ni otros activos que pudiesen garantizar un crédito hipotecario, en una burbuja de precios de bienes inmuebles en alguna parte de Estados Unidos o Inglaterra, terminaba representando el riesgo de un fondo pensiones de maestras en alguna parte de Asia. Pero las autoridades económicas y reguladoras de Estados Unidos y Europa tenían ante sus ojos las evidencias de la burbuja que se había inflado durante varios años, porque todos los indicadores mostraban que los precios de los bienes inmuebles eran exagerados y, por lo tanto, insostenibles. También eran claras las señales del excesivo endeudamiento de muchos agentes económicos que adquirían esos bienes inmuebles: sus ingresos no se habían incrementado al mismo ritmo de los precios de los bienes inmuebles que habían adquirido con préstamos hipotecarios. Todo revelaba una fragilidad financiera de carácter sistémico, ante la cual las autoridades económicas y reguladoras no actuaron de una manera rápida, oportuna y consistente.

Cuando el exceso de demanda en la economía global produjo el rápido incremento de los precios de los combustibles

y los alimentos, y las familias estadounidenses y europeas vieron reducidos sus ingresos y tuvieron que desviar parte importante de sus gastos al pago de la gasolina, la calefacción y la comida, el peso de las hipotecas se hizo insostenible. A la par de ello, el aumento global de las presiones inflacionarias, en buena parte producido por el incremento de los costos de la energía y los alimentos, comenzó a forzar un aumento de las tasas de interés. La burbuja inmobiliaria estalló y, con ella, el mercado de valores. Así las cosas, esta crisis bancaria afectó más (al menos hasta ahora) a los mercados de valores que a los depositantes. Dicho de otra manera, no es una crisis bancaria con corridas de depósitos, sino con estallido de las bolsas de valores. No son esta vez los depositantes de un banco los que han perdido parte de sus ahorros, sino quizá un fondo de pensiones en alguna parte del mundo muy distante del epicentro del estallido, por la forma como se titularizaron los préstamos hipotecarios. Lo que era un mecanismo de financiamiento fabuloso, en unas circunstancias determinadas, se convirtió en la mecha que hizo estallar esta vez la burbuja. ■

debates IESA

¡Suscríbase ya!

Un año (cuatro ediciones):

56 bolívares*

Dos años (ocho ediciones):

110 bolívares*



Deposite en la cuenta N° 0105-0012-59-1012-4332-85 (Banco Mercantil) a nombre de IESA.

Luego, envíe copia del depósito al fax 0212 - 5554.445 con los siguientes datos: nombre y apellidos, número de cédula, dirección de envío, teléfono y dirección electrónica.

*No incluye el precio del envío, que deberá pagarse, con cobro a destino, al Grupo Zoom. Precios válidos a partir del 1 de noviembre de 2008.

¿Qué pasó?

ROBERTO VAINRUB

Hemos tocado fondo, pero seguimos escarbando.

UN AMIGO ARGENTINO

Hay dos tipos de gente que hace predicciones: los que no saben y los que no saben que no saben.

JOHN KENNETH GALBRAITH

Pocos predijeron lo que podía venir y vino: un cambio estructural en el sistema financiero mundial. En menos de dos semanas desapareció lo que se conocía como la banca de inversión (Lehman Brothers *et al*), quebró la empresa de seguros más grande del mundo (AIG), la mayor parte de los grandes bancos de los países industrializados tuvieron que ser auxiliados por sus gobiernos, las bolsas mundiales perdieron varios miles de millardos de dólares, el congreso estadounidense se vio obligado a estructurar el paquete más grande de la historia (equivalente al PIB de Venezuela, Chile, Colombia, Ecuador y Bolivia combinados) para auxiliar a un famélico sistema financiero que todavía no se sabe cuándo tocará fondo.

Desde hace varias décadas el sector financiero ha venido mostrando resultados extraordinarios. En buena parte, esos resultados tienen que ver con una gran creatividad financiera producto de un enorme exceso de liquidez, bajas tasas de interés y poca aversión al riesgo (en muchos casos las jugadas más arriesgadas rendían buenos dividendos). Así mismo, el exceso de confianza en las calificadoras de riesgo y la poca o mala supervisión de los organismos reguladores y supervisores sobre los mercados de valores y la banca de inversión, en particular la Comisión de Valores de Estados Unidos (o SEC, por sus siglas en inglés), parecen tener mucho que ver con la gran paliza que está recibiendo el sistema financiero mundial.

Décadas de excesos se traducen eventualmente en la explosión de las burbujas que esos excesos crean. En este caso, el sector de los bienes raíces se convirtió en su mayor detonante. Por mucho tiempo premisas tales como «los precios de los bienes

raíces siempre suben» o «las hipotecas casi nunca son ejecutadas» propiciaron que muchos bancos, alegremente, otorgaran malos créditos, ahora conocidos como *sub-prime* o créditos de calidad subestándar. En paralelo, en el mundo de la banca de inversión surgían figuras mucho más creativas derivadas de esas mismas hipotecas, apalancadas tantas veces como el apetito de ganancias de sus «estructuradores».

Por ejemplo, un individuo cuyo ingreso anual es de 50 mil dólares va a un banco a buscar financiamiento para comprar una casa que cuesta 150 mil. Como al banco le sobra liquidez y, además, «sabe» que el valor de la vivienda va a subir, se atreve a prestar 140 mil de los 150 mil. Al cabo de un par de años, la vivienda vale efectivamente 180 mil y el prestatario decide refinanciar su hipoteca y pedir 30 mil más. El banco sigue con mucha liquidez y no tiene mayores opciones rentables para invertir su dinero en forma segura, por lo que le concede los 30 mil. En ese momento el deudor debe 170 mil y la vivienda vale 180 mil. La cuota mensual que debe pagar asciende a 1.330 dólares en vez de los 1.100 originales. Aparte de estos gastos, el prestatario debe también dos carros, tiene saldos en cuatro (u ocho) tarjetas de crédito, está pagando el colegio de dos niños, el costo de la comida y la gasolina subió y, además, comienza a percatarse de que se está saturando el mercado inmobiliario. La oferta pasa a ser mayor que la demanda y la casa vale menos, unos 160 mil; o sea, más de lo que pagó, pero mucho menos de lo que debe.

El banco, por su parte, recibe depósitos que son de corto plazo y hace préstamos de largo plazo (el descrito puede que haya sido de 25 o 30 años), por lo que se voltea y vende a otro banco o a una compañía ma-

yorista de hipotecas (Fannie Mae, Ginnie Mae) el crédito que acaba de otorgar, con el fin de tener liquidez para seguir otorgando créditos. Otro grupo de gente aun más creativa, después de comprar estas hipotecas, las titulariza y las vuelve a vender a un tercero. Un nuevo jugador «reempaqueta» este producto, busca a un tercero para que garantice la totalidad del capital en caso de incumplimiento de éste último y revende el paquete con una jugosa utilidad. El comprador final observa que el emisor y quien aseguró cada una de las operaciones son instituciones certificadas por una prestigiosa calificadoras de riesgo (Moody's, Standard and Poors, Fitch).

El único problema es que no contaban con que el valor del activo subyacente —la vivienda— pudiera bajar de precio. Así mismo, por el alto grado de apalancamiento de derivados tras derivados (35 veces, por ejemplo), todo el valor patrimonial que quedaba en el crédito pasó a ser negativo. Además, el deudor no tiene para pagar su deuda; tampoco la empresa que supuestamente garantizó el crédito y mucho menos quien lo armó.

Por ello, desde hace un año aproximadamente, muchas instituciones financieras se han visto obligadas a realizar grandes provisiones en sus balances y a castigar a sus carteras de crédito e inversión, ante la urgente necesidad de recuperar los capitales perdidos con fondos frescos o, de otro modo, enfrentarse a la quiebra. Esto en economías de países del primer mundo. Pudiéramos imaginarnos lo que habrá en algunos balances de instituciones financieras en países con menos supervisión.

Como el problema ha seguido extendiéndose, la desconfianza es total en el sistema financiero. Del libertinaje en el

otorgamiento de crédito, el péndulo pasó al otro extremo: no hay préstamos en una sociedad que tradicionalmente vive de ellos. El incumplimiento en el pago de las hipotecas puede verse seguido por posibles problemas en la cancelación de tarjetas de crédito, créditos comerciales y préstamos estudiantiles.

La crisis, de este modo, trascendió de un plano meramente cuantitativo a otro cualitativo, basado en la señalización y la reputación. Al existir incertidumbre sobre qué entidades se han visto más afectadas, ninguna institución financiera parece sentirse cómoda prestando a otras, dado que en este juego de reputación no se conoce hasta qué punto está contaminada cada una de ellas.

El hundimiento del negocio de las hipotecas de alto riesgo alteró la apreciación del riesgo entre los inversionistas. Al hacerse evidente que importantes entidades bancarias y grandes fondos de inversión tenían comprometidos sus activos en hipotecas de alto riesgo provocó una repentina contracción del crédito y una enorme volatilidad de los valores bursátiles que generó una espiral de desconfianza y pánico inversionista y una repentina caída de los mercados en todo el mundo, debido, especialmente, a la falta de liquidez. La frase «demasiado grande para caer» dejó de tener vigencia cuando instituciones como Lehman Brothers, con 158 años de vida, sucumbieron y la palabra «imposible» cayó en desuso.

¿Qué tiene esto que ver con la deuda venezolana o con la caída de bancos en Europa o la del precio del oro? Mucho más de lo que muchos creían. Las economías están interconectadas y la caída del consumo afecta los flujos de caja de las empresas. Buena parte del negocio bancario se hace entre bancos de todo el mundo, que a su vez son compradores o vendedores de los paquetes referidos. Reina la desconfianza en todo y en todos, y se busca refugio donde se pueda.

El mito de las economías aisladas se cae. Para muchos, economías como la brasilera no tenían por qué contaminarse con la toxicidad de los activos hipotecarios en Estados Unidos. Al fin y al cabo Brasil tiene un país con una economía diversificada, una industria fuerte, grandes riquezas naturales, un gobierno que luce serio y un mercado interno lo suficientemente grande como para aislarse. Sin embargo, tales factores no fueron suficientes. Así como Brasil, China y Venezuela han sufrido importantes pérdidas, el problema hipotecario en Europa luce muy complicado (la bolsa de valores rusa, por ejemplo, tuvo que detener su actividad un día por las inmensas caídas registradas).

¿Cómo se puede parar este círculo vicioso? Es fácil hablar en retrospectiva de lo que sucedió. Mucho más complicado es elaborar escenarios de lo que vendrá. Unos consideran que los mercados deben hacer lo suyo; es decir, de la forma más darwiniana: que sobrevivan los más fuertes y sean borrados del mapa los más débiles; duélale a quien le duela. La economía se encargará de que las aguas lleguen a su cauce, aunque dure muchos años la recuperación. Otros consideran que los gobiernos deben intervenir más, crear más regulación, rescatar a los que lo necesiten e incentivar las economías de forma masiva. ¿Quién tiene la razón? Como de costumbre, seguramente la solución estará en un punto intermedio entre estos dos polos. **EI**

No pierda esta oportunidad de completar su colección

Ediciones IESA le ofrece la oportunidad única de completar su colección de Debates IESA: al elegir 3 ediciones de la promoción, pague 2 y lleve el tercero completamente gratis.

debates IESA



Volumen XI - Número 2
Negocio en familia
¿Qué resulta de mezclar familia y negocios?

Volumen XI - Número 3
Venezolanos con iniciativa
Cómo es la gente más emprendedora del mundo

Volumen XI - Número 4
El buen gobierno de las empresas
Asegure la transparencia, la participación y las mejores decisiones

Volumen XI - Número 1
La empresa venezolana se reinventa
En el último medio siglo la empresa racional ha cambiado varias veces ante las circunstancias. ¿A qué se enfrenta ahora?

Volumen XI - Número 2
Consumidores bajo la lupa
Las empresas de investigación de mercados están en su mejor momento. ¿Qué está pasando en esa industria?

Volumen XI - Número 3
¿País de oportunidades?
La incertidumbre cunde entre mucha gente de negocios, pero hay quienes miran las cosas con optimismo. ¿Quiénes tienen la razón?

Volumen XI - Número 4
¿Está surgiendo en Venezuela la empresa del futuro?
Las presiones sobre las empresas pueden crear las organizaciones del siglo XXI

Volumen XII - Número 1
Los retos de la regulación
Las empresas venezolanas deben cumplir nuevas normas, pagar más impuestos, pedir más permisos... ¿Cuáles han sido los efectos de las regulaciones? ¿Es posible sacarles provecho?

Volumen XII - Número 2
Juventud: ¡divino tesoro!
Hoy los jóvenes constituyen un enorme mercado. Mañana serán adultos y tendrán más dinero para gastar

Ediciones **IESA**

Contactémos por el correo electrónico libreria@iesa.edu.ve con los siguientes datos: Nombre y apellido, número de teléfono, o por los teléfonos (0212) 555.44.60 y 555.42.63, fax (0212) 555.44.45 y gustosamente le atenderemos.

Se están cumpliendo las peores pesadillas

URBI GARAY

En noviembre de 2003 la revista *The Economist* publicó un amplio reportaje en el cual se documentaba el alza sostenida que se había estado registrando en los precios de los inmuebles de los países desarrollados. La revista argumentaba que tal alza era difícil de mantener en el futuro, pues los precios de los inmuebles estaban subiendo mucho más rápidamente que los ingresos de las personas. El economista Robert Shiller, profesor de la Universidad de Yale, quien había pronosticado correctamente el desplome del precio de las acciones tecnológicas a comienzos de esta década, argumentaba que en Estados Unidos se estaba produciendo una burbuja inmobiliaria; es decir, un alza insostenible de los precios. También el diario *The Wall Street Journal* se había hecho eco de esta situación. Y aquí en el IESA, sin pretender pasar por adivinadores, en un artículo escrito con el colega Eduardo Pablo a finales de 2005 (*Debates IESA*, Vol. XI, No. 1, 2006), señalamos: «El riesgo de que se produzca una caída del precio de las propiedades es real y podría arrastrar consigo a la economía mundial». Las peores pesadillas se han estado cumpliendo desde hace dos años. Todo lo anterior desmitifica la idea de que la crisis global actual había sido completamente inesperada. En todo caso, lo que puede haber sorprendido a muchos ha sido su gravedad.

La actual crisis financiera global, que se activó con el descenso de los precios de los inmuebles en los países desarrollados, es la consecuencia de factores tales como la presencia de tasas de interés muy bajas a comienzos de esta década en Estados Unidos, problemas de regulación, la existencia de una mayor competitividad en el

mercado de hipotecas y regímenes impositivos favorables en el sector inmobiliario. Todos estos factores desempeñaron un papel importante en el alza de los precios de los inmuebles en los países desarrollados hasta 2006. Con respecto a lo que ocurría diez años atrás, los precios de los inmuebles se habían más que duplicado en Estados Unidos y en Francia, y se habían triplicado en Gran Bretaña, por mencionar algunos de los países donde la burbuja se infló más. Al contrario, en Japón los precios de los inmuebles han venido descendiendo año tras año desde 1990, a raíz de la recesión económica y la crisis bancaria que ese país vivió a comienzos de los noventa y de la cual ha salido lentamente durante este siglo.

También tuvieron un papel clave las expectativas de que los precios de los bienes raíces «sólo pueden subir». El precio pagado por una propiedad debe reflejar el valor presente de las rentas que se esperan de ella. En la medida en que los precios de los inmuebles subían más rápidamente que los ingresos, el riesgo de una caída futura aumentaba, sobre todo si se producía un alza en las tasas de interés aplicables a las hipotecas o una desaceleración económica con desempleo, lo cual está ocurriendo actualmente.

Una serie de nuevos prestamistas que entraron al mercado de hipotecas exacerbaron el problema, porque se relajaron los requisitos para otorgar créditos de alto riesgo y se mercadeó este tipo de productos mientras se ocultaban a los prestatarios los potenciales costos onerosos a los que se exponían. Muchos de estos prestamistas no cotejaban la información que proporcionaban los potenciales prestatarios (ingreso,

empleo, etc.) para contratar la mayor cantidad de préstamos posibles, pues cobraban por comisión por crédito contratado. La acelerada titularización de hipotecas y la entrada de prestamistas no bancarios al mercado de créditos hipotecarios hicieron que los inversionistas dependieran cada vez más de los diagnósticos de las agencias crediticias, las cuales también han fallado durante la actual crisis al subestimar el riesgo de los préstamos (entre otras razones, al basar sus análisis de riesgo en modelos y no en la calidad del activo subyacente), especialmente en el caso de las hipotecas de alto riesgo.

En la actualidad, y con el descenso que se ha producido en el valor de las propiedades desde el segundo semestre de 2006, se calcula que el valor de las viviendas de cerca de la quinta parte de las familias estadounidenses que tienen préstamos hipotecarios es igual o inferior al monto de sus créditos, lo cual coloca a estas familias en una situación muy complicada y al borde de que sus propiedades deban ser rematadas en el mercado. Por ejemplo, supóngase el caso de una familia que compra una propiedad por 100 mil dólares, pagando como inicial un diez por ciento (diez mil dólares) y tomando un préstamo hipotecario por noventa mil. En este caso, basta con que el precio de la propiedad baje apenas diez por ciento para que el nuevo valor de la propiedad (noventa mil), que se supone garantice el pago de la hipoteca, sea igual al monto del préstamo hipotecario.

El empleo creciente de nuevas variantes de préstamos hipotecarios, distintas a los tradicionales préstamos a tasa de interés fija, también causaron, por una parte, que la burbuja inmobiliaria se inflara más

rápido y, por la otra, que ahora se esté desinflando aceleradamente. Por ejemplo, en el caso de los préstamos a tasa variable había sido común que la tasa de interés inicial fuese fija y relativamente baja, por un período corto inicial (por ejemplo, de dos años), y que después de ese período la tasa de interés se convirtiera en variable; es decir, que fluctuase en función de una tasa de interés marcadora de corto plazo, por ejemplo Libor (por las siglas en inglés de «tasa interbancaria de oferta de Londres») más una prima previamente especificada. Esas tasas ajustables comenzaron a regir (y eran mucho mayores que las tasas de interés fijas iniciales vigentes hasta ese entonces) para muchos préstamos a partir de 2006, y ocasionaron un aumento promedio entre treinta y cuarenta por ciento en el pago de la mensualidad de las hipotecas en el caso de las denominadas *sub-prime* o de alto riesgo. Además, este segmento había pasado de representar menos de un ocho por ciento del mercado de hipotecas en 2001, a constituir el veinte por ciento de ese mercado en 2006, y de representar el 54 por ciento de la titularización del mercado en 2001 a constituir el 75 por ciento en 2006.

Otro tipo de préstamos hipotecarios que se volvió popular en los últimos años consistía en aplicar una tasa de interés fija y relativamente baja al comienzo y luego aumentarla paulatinamente durante los primeros años. Ello se hacía con la finalidad de mejorar la capacidad de pago de los prestamistas al comienzo de la vida del préstamo y se presentaba como una alternativa de mercadeo que resultó atractiva para muchos compradores de viviendas.

La rápida expansión del otorgamiento de préstamos hipotecarios previo a la crisis explica una porción importante de la apreciación inicial de las propiedades en Estados Unidos. Este crecimiento fue particularmente acelerado en el caso de los préstamos pertenecientes al segmento de alto riesgo, lo cual significó que el perfil de riesgo del prestamista promedio se deterioró a medida que aumentaba el número de hipotecas otorgadas y subían los precios de las viviendas. Así, cuando las tasas de morosidad e incumplimiento del pago de las hipotecas comenzaron a acelerarse en 2007, el efecto resultante fue una

disminución del precio de las propiedades. Los estándares para otorgar créditos hipotecarios eran menos exigentes en las áreas donde se experimentó un mayor auge crediticio y donde los precios de las viviendas habían aumentado más rápidamente. Además, la entrada al mercado hipotecario de nuevos «originadores» de créditos estuvo asociada con una reducción de la exigencia de los estándares exigidos a los prestatarios, fenómeno éste más pronunciado en las áreas donde las tasas de titularización eran mayores.

El empleo creciente de préstamos hipotecarios con tasa de interés variable durante los últimos años, particularmente

Se calcula que el valor de las viviendas de cerca de la quinta parte de las familias estadounidenses que tienen préstamos hipotecarios es igual o inferior al monto de sus créditos

entre 2004 y 2006, contribuyó a detonar la crisis en el sector inmobiliario: generó la primera ola de remates de viviendas y puso fin a la burbuja inmobiliaria al comenzar a presionar a que el precio de los inmuebles disminuyera por primera vez desde comienzos de la década de los noventa. Una vez que los precios de los bienes raíces comenzaron a deteriorarse en Estados Unidos, un gran número de bancos que habían originado e invertido en hipotecas empezó a tambalearse. Por ejemplo, Countrywide Home Funding Corporation, el mayor de los bancos hipotecarios independientes y el responsable del financiamiento de cerca del veinte por ciento de los créditos hipotecarios en Estados Unidos en 2006, se declaró en bancarrota a comienzos de 2008. Posteriormente colapsó Washington Mutual, después de haber otorgado una gran cantidad de préstamos hipotecarios al segmento de alto riesgo, y fue declarado en bancarrota en septiembre de 2008. Las pérdidas en los préstamos de

alto riesgo se han estado extendiendo al sector de las hipotecas de calidad, a los créditos al consumo y a las empresas.

¿Por qué, a pesar de la advertencia de una gran cantidad de académicos y analistas, millones de personas seguían invirtiendo en el sector inmobiliario, en muchos casos con la esperanza de realizar una ganancia de corto plazo, cuando la mayoría de los indicadores sugerían que el alza de los precios era insostenible y que el riesgo de realizar esas inversiones era enorme? Una lección aprendida desde los años noventa es que algún factor psicológico —por ejemplo, tratar de hacer lo mismo que hace tu vecino, quien se acaba de comprar una casa nueva, o la excesiva confianza en las personas o en lugares comunes falsos, como el de que «los inmuebles nunca bajan de precio»— puede explicar muchos de estos fenómenos. Hoy se habla de «economía conductual» y «finanzas conductuales» para explicar, entre otras cosas, cómo en ciertas condiciones se crean burbujas, sea en el mercado de acciones o, como ahora, en el mercado inmobiliario. En todo caso, aun queda mucha tela por cortar.

¿Qué se espera en el mercado inmobiliario internacional? En las peores crisis bancarias experimentadas en el mundo desarrollado durante las últimas décadas, los precios de los bienes raíces cayeron, en promedio, un 25 por ciento con respecto a los máximos alcanzados antes de que las crisis estallaran. Dada la gravedad de la crisis inmobiliaria, bancaria y bursátil actual, sin precedentes en Estados Unidos desde los tiempos de la Gran Depresión, no es difícil prever que los precios de los inmuebles continúen cayendo, a pesar del plan de rescate superior a 700 mil millones recientemente aprobado en ese país. Entre junio de 2006 y julio de 2008, último mes para el cual las cifras se encuentran disponibles, los precios de los bienes raíces habían caído cerca de un veinte por ciento. Dada la gravedad que se anticipa tenga la recesión económica mundial, que apenas está comenzando, es de esperar que los inmuebles caigan al menos otro diez por ciento en Estados Unidos, y que el mercado inmobiliario se logre estabilizar sólo después de mediados de 2009. ■

Todos pagan los platos rotos

CARLOS ALBERTO MOLINA

La crisis actual de la Bolsa de Nueva York sorprende con cada día que pasa. Durante la primera semana de octubre el Congreso de Estados Unidos aceptó el plan de rescate propuesto por el gobierno de Bush, por la histórica cifra de 700 mil millones de dólares. Este paquete significa una de las mayores intervenciones de Gobierno alguno en la economía de una nación. El paquete siguió a una semana que comenzó con la caída de Merrill Lynch, la sociedad de corretaje más grande del mundo, que forzó su venta a Bank of America en un último esfuerzo por salvarse de la quiebra. Al día siguiente Lehman Brothers se declaró oficialmente en quiebra. Un día después, el Gobierno de Estados Unidos extendió un auxilio de 85 mil millones de dólares al gigante de los seguros AIG,

con la esperanza de evitar un colapso aun mayor. En medio de estos acontecimientos, el gobierno de Bush propuso su plan de rescate por 700 mil millones de dólares, inicialmente pensado para comprar activos problemáticos, y auxiliar de esta forma a instituciones financieras que se encuentran en problemas.

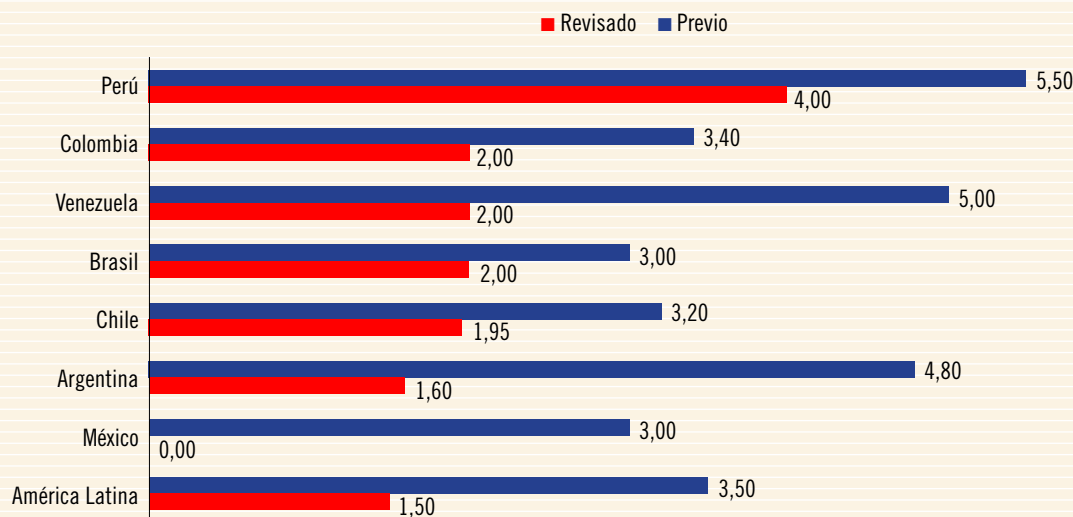
El próximo paso para el Departamento del Tesoro de Estados Unidos era comenzar a comprar activos problemáticos y auxiliar, así, a instituciones financieras que se encuentran en problemas. El paquete, ciertamente imperfecto, se había vendido políticamente como «necesario» ante una crisis que amenazaba con crecer. Quienes objetaron el paquete argumentaban que no era lógico que los contribuyentes terminaran auxiliando a Wall Street. Algo había que hacer, pero no

lució lógico aplicar un «auxilio financiero» a los culpables de la crisis. Comenzó la segunda semana de octubre y el Dow Jones seguía bajando, una señal de que el plan de utilizar los fondos aprobados para comprar activos problemáticos no estaba generando la confianza esperada. Parecía que Wall Street pensaba que las instituciones financieras iban a entregar sus peores activos a los contribuyentes estadounidenses.

La crisis incluso se trasladó fuera de Estados Unidos. El banco francés BNP Paribas anunció la toma de control de las operaciones de Fortis en Bélgica y Luxemburgo, el *holding* alemán de bienes raíces Hypo tuvo que ser auxiliado, Alemania emitió nuevas garantías a los depósitos bancarios y Unicredit de Italia anunció un aumento de capital.

PERSPECTIVAS A LA BAJA

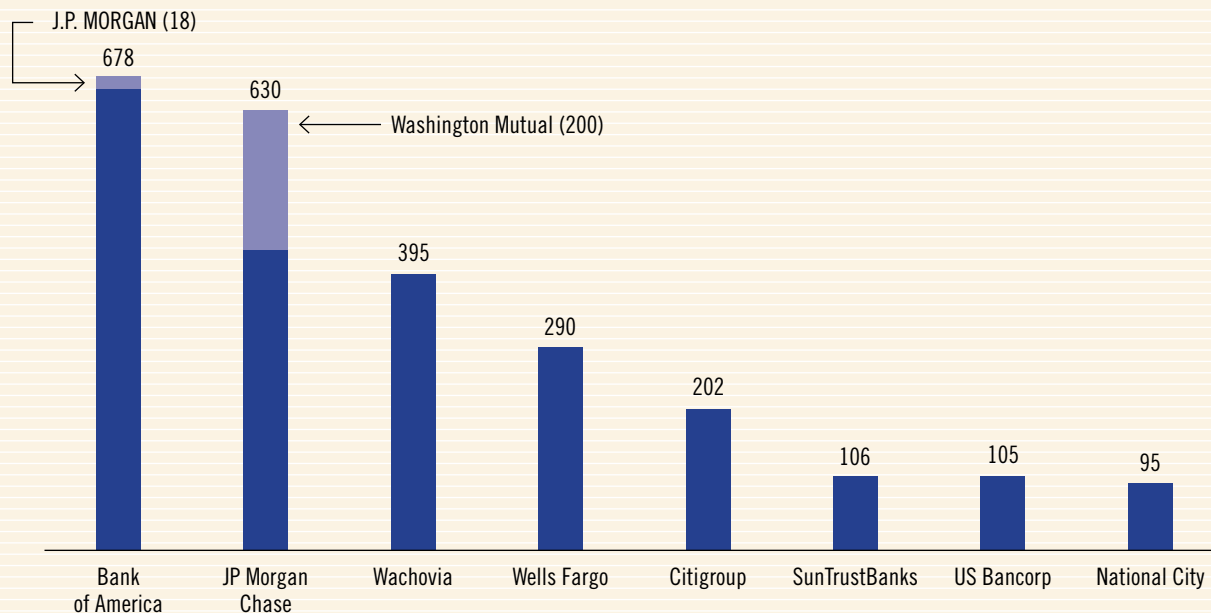
(crecimiento económico previsto de América Latina en 2008 antes y después del 6 de octubre)



Fuente: Morgan Stanley: «Reality reaches Latin America». *The Wall Street Journal*, 13 de octubre de 2008.

LOS MÁS GRANDES

(depósitos en los bancos de Estados Unidos, en miles de millones de dólares)



Fuente: *The Wall Street Journal*, 30 de septiembre de 2008.

Ya en ese momento era obvio que el plan no funcionaba. No generaba confianza. No resolvía el problema: falta de liquidez en las instituciones financieras y garantías suficientes para el público y entre las mismas instituciones financieras. Fue entonces cuando el Gobierno británico anunció un plan para inyectar capital a los mayores bancos del Reino Unido por 62 mil millones de euros, que incluían garantías para los préstamos interbancarios. Este plan fue seguido por el anuncio del Gobierno estadounidense a utilizar su paquete aprobado por el Congreso por 700 mil millones de dólares para hacer lo mismo y recapitalizar a los bancos de mayor tamaño. A esto siguió un repunte de Wall Street para una buena semana, 4,8 por ciento en el índice Dow Jones, lo que significó la mejor semana desde marzo de 2003.

Latinoamérica se verá afectada sin duda por la crisis. Morgan Stanley revisó su pronóstico para el crecimiento económico en la región de 3,5 por ciento, previo a la crisis, a un 1,5. Sin embargo, pareciera que los países latinoamericanos están mejor preparados esta vez que en crisis anteriores. Países como Chile mantienen un fondo de estabilización macroeconómica en el que han venido acumulando (en lugar de gastando) el excedente de los al-

tos precios del cobre, su principal rubro de exportación. Venezuela, contrariamente, parece ser el país más vulnerable. El primer impacto de la crisis financiera sobre Venezuela vendrá por la baja del precio del petróleo, que ya está por debajo de los 70 dólares por barril. Si bien este es un precio que hace cinco años lucía extraordinario, el apetito de gasto del Gobierno venezolano lo hace ver bajo. PFC Energy, una empresa consultora en Washington, reportó recientemente que Venezuela necesita un barril de petróleo a 95 dólares para su estabilidad macroeconómica, un precio alto si se compara con el reportado para Arabia Saudita (55), Rusia (82) e Irán (90).

En medio de esta debacle financiera, es sorprendente ver que el manejo de la crisis no ha sido del todo claro. Esta falta de transparencia afecta la percepción del público sobre la confianza que tanto se necesita. Un ejemplo de ello es la batalla que se generó por el control de Wachovia, uno de los principales bancos con depósitos en Estados Unidos.

El pasado 30 de septiembre Citigroup anunció la adquisición de Wachovia por 2.000 millones de dólares, en una transacción estructurada por el Gobierno de Estados Unidos. Wachovia estaba sufriendo del mismo éxodo de clientes que había afec-

tado a Washington Mutual (Wamu) y que obligó a los reguladores a asumir el control de esta entidad. En el acuerdo de adquisición, Citigroup heredaba una cartera de créditos hipotecarios de 312 mil millones de dólares, pero el Gobierno de Estados Unidos le ponía un techo de 42 mil millones a las posibles pérdidas futuras de esta cartera. Citigroup necesitaba la sólida cartera de depósitos de Wachovia en Estados

Pareciera que Estados Unidos pasará a tener una economía con tres bancos nacionales que tienen casas de corretaje y bancas de inversión como subsidiarias

Unidos, que le colocaría detrás solamente de Bank of America y JP Morgan Chase.

El interés del Gobierno estadounidense era aliviar la crisis, luego de que Wamu representara la mayor quiebra de un banco en Estados Unidos. Wells Fargo, a su vez,

había expresado su disposición a comprar Wachovia por hasta 20 mil millones de dólares, sin asistencia del Gobierno. El Gobierno intervino sólo cuando Wells Fargo expresó dudas por el riesgo de la cartera de créditos hipotecarios de Wachovia. El pasado 3 de octubre, Wells Fargo colocó sobre

El sector no financiero está siendo afectado por restricciones en el crédito, que tienden a agudizarse

la mesa otra oferta por 15,4 mil millones, sin intervención del Gobierno. Wachovia, obviamente, firmó el acuerdo con Wells Fargo. Este acuerdo debe ser aprobado por la Corporación Federal de Seguros de los Depósitos Bancarios (FDIC, por sus siglas en inglés). Seguidamente, voceros de la FDIC expresaron frustración por la forma en que Wells Fargo negoció. Ahora la batalla por Wachovia se ha trasladado al ámbito legal. Mientras más se tarde la solución sobre el control de Wachovia peor será para la generación de confianza que tanto se necesita.

La duda que persiste sobre esta negociación es por qué el Gobierno trabajó rápidamente el acuerdo con Citigroup (que le significaba garantías a Citibank), cuando Wachovia parecía estar despertando tanto interés, primero de Morgan Stanley y luego de Wells Fargo. La diferencia de precio que estaba pagando Citibank, contra lo ofrecido por Wells Fargo, también oscurece la forma como se estaba manejando el caso.

Lo cierto es que no ha habido una política clara sobre cómo atacar la crisis. ¿Cuáles bancos salvar? ¿Aplica la fórmula «demasiado grande para caer»? ¿Por qué sí Wachovia y no Washington Mutual? ¿Por qué auxiliar a AIG en lugar de Lehman Brothers? Precisamente, el auxilio por 85 mil millones de dólares a AIG no ha sido bien explicado. ¿Era AIG un buen negocio o no?

¿Ha ganado alguien en esta crisis? Es difícil decirlo. Sin embargo, son posi-

bles ganadores quienes están tomando posiciones largas, aprovechando los bajos precios y asumiendo el consecuente riesgo de crecer en medio de una crisis. Bancos comerciales como Citigroup, Bank of America y J.P. Morgan Chase se ajustan a este molde. Han sido capaces de comprar bancos en problemas a precios de oferta. Wells Fargo y JP Morgan Chase parecen ser las únicas acciones que no han sufrido en la debacle de octubre.

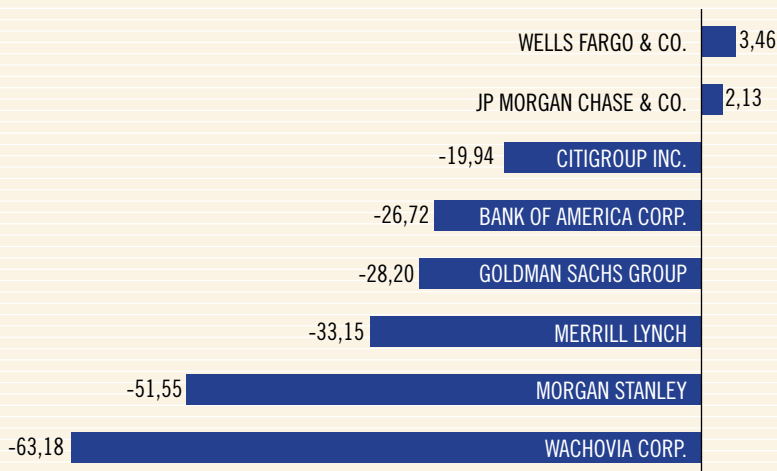
¿Qué efectos tendrá todo esto sobre la arquitectura financiera norteamericana? Pareciera que Estados Unidos pasará a tener una economía con tres bancos nacionales que tienen casas de corretaje y bancas de inversión como subsidiarias. Entre los bancos de inversión que quedan «parados», pareciera que Goldman Sachs está obteniendo los mejores resultados. Primero, en marzo, perdió a su mayor competidor en corretaje, Bear Stearns; luego vio caer a su mayor competidor como agente colocador, Lehman Brothers, y su principal rival en banca de inversión, Merrill Lynch, fue adquirido por un banco comercial. Si el paquete que aprobó el Congreso crea la estabilidad necesaria, seguramente Goldman Sachs emergerá aún más fuerte que antes de la crisis; además, recibió cerca de diez mil millones de dólares en efectivo de Warren Buffett.

Precisamente Warren Buffett es alguien que está haciendo apuestas en medio de esta crisis. Recientemente anunció la adquisición de tres mil millones de dólares de acciones preferidas de General Electric (GE), con un dividendo asegurado de diez por ciento y convertibles en 2011. Buffett dijo: «GE es el símbolo de los negocios estadounidenses en el mundo... Estoy seguro de que continuará siendo exitosa en los próximos años». Los prospectos de GE se han venido deteriorado con la crisis; especialmente, los de su división de crédito, GE Capital, de la cual proviene cerca de la mitad de su utilidad. Enviando una señal al mercado de lo restringido que está el crédito con esta crisis, GE anunció una emisión de doce mil millones de dólares en acciones comunes. Buffett, por medio de Berkshire Hathaway, incluye en su apuesta inversiones en GE, Goldman Sachs y Wells Fargo. Berkshire ha ganado 17 por ciento en los últimos tres meses contra una caída de más de 30 por ciento del índice industrial Dow Jones. ¿Ganará Buffett su apuesta?

¿Qué hay del sector no financiero? Durante el desarrollo de la crisis se ha escuchado muy poco, por no decir nada, sobre el sector no financiero. Las quiebras, compras y fusiones están ocurriendo en el sector financiero. Sin embargo, el sector no financiero está siendo afec-

EN CAÍDA LIBRE

(cambio porcentual del precio de la acción en la Bolsa de Valores de Nueva York de las principales empresas del sector financiero, entre el 2 de septiembre de 2008 y el 20 de octubre de 2008)



Fuente: wsj.com.

tado por restricciones en el crédito, que tienden a agudizarse. La primera muestra de ello es, precisamente, la emisión de capital que acaba de anunciar General Electric.

A comienzos de esta década estaba vigente el debate sobre si las empresas en Estados Unidos estaban subendeudadas o no. Varias referencias y discusiones tuvieron lugar, tanto en el mundo de la academia como en el de la práctica. Ejemplo de ello es el artículo publicado en la revista *The Economist* (21 enero de 2001): «Debt is for you (La deuda es para ti)». El argumento era que las empresas estaban dejando «valor» sobre la mesa, por no estar más endeudadas. John Graham obtuvo el premio al mejor artículo del año en el *Journal of Finance* en 2001, argumentando que si las empresas aumentasen su endeudamiento, al punto óptimo donde cada dólar adicional no se tradujera en escudo fiscal, la empresa promedio ganaría un 7,5 por ciento en su valor. Afortunadamente las empresas no parecieron prestar atención a este debate y mantuvieron su endeudamiento «subóptimo». En 2005, en un artículo publicado en el *Journal of Finance*, titulado «Are firms underleveraged? An examination of the effect of leverage on default probabilities (¿Están las empresas subapalancadas? Un examen de los efectos del apalancamiento sobre las probabilidades de quiebra)», argumenté que el beneficio fiscal que se estaba perdiendo, según Graham, se vería compensado por la menor exposición a los costos de tensión financiera que habría generado el potencial aumento del uso de la deuda.

Las empresas no financieras parecieran estar mejor preparadas que sus contrapartes del sector financiero. Actualmente, por ejemplo, las empresas estadounidenses presentan un endeudamiento menor que el de sus contrapartes latinoamericanas. Sin embargo, no es probable que escapen a la crisis. Primero, sus ventas caerán porque los consumidores estarán menos dispuestos a comprar, dada la caída de sus ahorros y fondos de pensión, y por el menor acceso al crédito. Segundo, el menor acceso al crédito a las empresas y el menor apetito del mercado por bonos corporativos restringen la capacidad de crecimiento y las fuentes de financiamiento para el sector no financiero. Al final todos pagan los platos rotos.

¿Cómo afecta esta crisis a las empresas importadoras y exportadoras venezolanas, más allá del efecto macroeconómico que trae una caída del precio del petróleo? Las empresas importadoras deben estar comenzando a sufrir las reducciones del crédito que ofrecen sus proveedores y las exigencias para que paguen de contado. Las empresas exportadoras verán caídas en sus ventas, acompañadas de peores condiciones de cobro. ¿Cómo prepararse? Una recomendación es controlar los gastos y las inversiones, prever inversiones adicionales en capital de trabajo para solventar el menor crédito de los proveedores y el deterioro del cobro, y mantener una estructura de capital conservadora que le otorgue la suficiente flexibilidad a la empresa para manejarse en aguas más turbulentas. ■

Ediciones IESA ofrece las mejores publicaciones sobre gerencia adaptadas a la realidad venezolana

COLECCIÓN «LIBROS DE TEXTO»



Está dirigida fundamentalmente a estudiantes y profesores, y ofrece herramientas para enriquecer la experiencia en el aula.

COLECCIÓN «SER GERENTE»



En esta colección los lectores encontrarán herramientas prácticas de estudio o trabajo presentadas en un lenguaje ágil y ameno, sobre los temas de gerencia, negocios y políticas públicas.

SERIE «GERENCIA Y NEGOCIOS»



Abarca los temas gerenciales tradicionalmente tratados en el IESA (finanzas, mercadeo, operaciones, organizaciones, recursos humanos), así como temas sobre desarrollo y competitividad de sectores, países y regiones.

SERIE «POLÍTICAS PÚBLICAS»



Una serie que agrupa a publicaciones sobre temas relacionados con el sector público: gestión pública, finanzas públicas, organización industrial y regulación, política social e instituciones políticas y sociales.

Adquiéralos en las librerías Nacho, Tecniciencia y VDL Books, o contáctenos por los teléfonos (0212) 555.4460 / 4263 o por la dirección electrónica ediesa@iesa.edu.ve

Otras verdades incómodas

MIGUEL ÁNGEL SANTOS

En esta crisis financiera mundial pareciera haber ocurrido una especie de confabulación entre profesionales de las finanzas, reguladores, calificadores de riesgo y académicos. No se podría explicar de otra forma que haya ocurrido esa enorme burbuja inmobiliaria y su correspondiente explosión; sobre todo cuando, una vez que todo ha sucedido (lo que no quiere decir que haya concluido), las explicaciones resultan tan evidentes a los ojos de todos (incluyendo a los responsables). No es que no haya habido advertencias aquí y allá, que sí las hubo.

Paul Krugman, reciente ganador del Nobel en Economía, llevaba tiempo advirtiendo que los precios de los bienes raíces se encontraban entre 70 y 100 por ciento por encima de donde debían estar según los estándares históricos (por ejemplo, la relación entre el costo de alquiler y el costo de adquisición por metro cuadrado). Robert Schiller comparó la burbuja inmobiliaria con los esquemas Ponzi (pirámides), en los cuales se prometen a la primera ronda de inversionistas unos retornos muy atractivos, que a su vez son cancelados con la incorporación de una segunda ronda de inversionistas, y así sucesivamente. El esquema Ponzi (llamado así tras una estafa perpetrada por un tal Charles Ponzi en Estados Unidos en 1920, que seguro no fue la primera ni será la última) está condenado a morir: las rondas de inversionistas no se pue-

den incrementar indefinidamente y quedará siempre colgada la última ronda que entre (a financiar a la penúltima). También Nouriel Roubini parece haber aportado su dosis de advertencias, aunque si uno se preocupa por documentar sus opiniones se da cuenta de que son más recientes de lo que el autor sugiere (lo cual no le resta mérito, sólo coloca su intervención en una dimensión más justa). En cualquier caso, advertencias hubo, pero no llegaron a prender cande-

En esta crisis financiera mundial pareciera haber ocurrido una especie de confabulación entre profesionales de las finanzas, reguladores, calificadores de riesgo y académicos

la, no fueron suficientes para promover una reacción global, acorde con la magnitud de la crisis que se estaba gestando. Para hacer un paralelo, no había por ahí ningún Al Gore predicando «la otra verdad incómoda», a pesar de que esta

verdad era mucho más inminente, mucho más concreta.

El problema de los mercados financieros es que la competencia por los fondos es feroz y las asimetrías de información muy marcadas. Quienes tienen excedentes de dinero poseen un conocimiento muy limitado acerca de sus posibilidades, más aún de lo que está detrás de las oportunidades de retorno que les ofrecen los bancos de inversión (que, al menos en teoría, sí saben). Aun alguien formado en una escuela de negocios, claramente una minoría, no tiene tiempo para dedicarse a conocer de forma detallada las características intrínsecas del conjunto de opciones de inversión que se le presentan. Siendo así, no le queda otra opción que confiar en un grupo de «expertos» supuestamente capaces de manejar, conocer y predecir los riesgos a los que se está exponiendo. Éste es otro de los problemas de los activos financieros: la mayoría de las veces a los clientes se les presenta un conjunto de opciones cuyo perfil riesgo-rendimiento ha sido medido según el desempeño pasado del mercado (de acuerdo con los estándares de presentación, los resultados de la cartera de inversiones deben ser presentados por los bancos de inversión a los clientes con una antigüedad de, al menos, cinco años). He aquí parte de la dificultad: no siempre el futuro se parecerá al pasado y muy pocos de quienes necesitan atraer fondos estarán dispuestos a reconocer-

lo, porque esa promesa pocas veces le valdrá un incremento de los fondos a su disposición, una promoción o un aumento. Peor aún, incluso si los inversionistas dedicaran tiempo y esfuerzo a tratar de comprender los mercados y los perfiles de riesgo-rendimiento de las oportunidades de inversión, probablemente nunca lo lograrían; porque, entre otras cosas, ¡quienes se dedican a hacerlo a tiempo completo no han sido capaces!

Lo que ha ocurrido puede asemejarse, en escala colectiva, al colapso financiero de Long Term Capital Management en 1998. La firma, establecida en Greenwich, Connecticut, contaba entre sus directores principales con dos premios Nobel: Robert Merton y Myron Scholes. Si ellos no saben, ¿quién sabe? Ambos actúan como mecanismos de señalización. Con semejantes antecedentes, no tiene sentido invertir tiempo y recursos en conocer lo que está detrás de lo que ellos están haciendo, porque jamás se llegará a tener tanto conocimiento como el de dos premios Nobel. Así, uno decide invertir en Long Term Capital Management. No lo hace porque sepa, sino porque confía «en los que saben». Esta vieja idea es esencial para la teoría de las expectativas racionales: los consumidores (inversionistas) toman decisiones eficientes porque, aunque no cuenten con toda la información disponible ni posean la capacidad para procesarla, hay un conjunto de expertos que sí la dominan (he aquí el supuesto más fuerte) y se encargan de guiar a la sociedad. Como ha escrito Paul Krugman recientemente, en un pequeño ensayo autobiográfico, «la teoría de las expectativas racionales y sus efectos sobre la eficiencia del mercado se han convertido en una especie de fe que algunos profesan con un cuchillo entre los dientes, para defenderse de la evidencia empírica, de la experiencia de todos los días». Afortunadamente, sobre todo después de observar las soluciones que se han planteado a la crisis, todavía enseñan economía keynesiana en la mayoría de las facultades de economía y escuelas de negocios del mundo, y el IESA no es una excepción.

En Long Term Capital Management ese par de expertos pensó que era capaz de medir el riesgo al que se estaba exponiendo, cuando en realidad no era así. No consideraron que había alguna pro-

Advertencias hubo, pero no llegaron a prender candela, no fueron suficientes para promover una reacción global, acorde con la magnitud de la crisis que se estaba gestando

bilidad de que sus pronósticos y complicados modelos no explicaran toda la complejidad del mercado. A la quiebra, ambos declararon que había ocurrido un fenómeno muy inusual: «siete veces más allá de la desviación estándar». El hecho de que ni siquiera los «expertos» sean capaces de comprender la complejidad del mercado ha dejado al mundo entero con un sentimiento de indefensión, de vulnerabilidad, y ha ocasionado una huida en desbandada hacia los bonos del tesoro de Estados Unidos. Este fenómeno, a su vez, irónicamente, hizo que se apreciara el dólar en medio de la crisis más grave desde la Gran Depresión. ¡Así son las finanzas!

Algo similar ha ocurrido en esta ocasión. Quienes toman las decisiones de inversión por la gente, los «expertos», sufren también del síndrome de exceso de confianza. En un mercado con tendencia al alza, los gerentes de carteras siempre pensarán que sus retornos son ocasionados por su extraordinaria capacidad para predecir el mercado, por sus habilidades, y nunca verán el resultado como un fenómeno de naturaleza colectiva. Cuando a todos les va bien, cada uno piensa y comunica que

se debe a sus habilidades; pero, cuando las cosas salen mal, se suelen explicar como fenómenos colectivos. Esto tiene consecuencias muy importantes en un mercado donde todos los gerentes de carteras compiten por atraer fondos. Si hay un sector que esté en medio de una burbuja, y un gerente decide no participar, durante el período que dure esa burbuja no será capaz de exhibir los mismos rendimientos que sus competidores (que sí intervienen), lo que se traducirá en menores fondos a su disposición y, eventualmente, en su despido. Esto ayuda a explicar en parte la naturaleza colectiva del fenómeno de la crisis.

El papel del regulador en tal entorno, y en un mercado caracterizado en esencia por asimetrías de información, es fundamental. En el caso de la crisis de las hipotecas, los bancos decidieron trasladar parte del riesgo empaquetándolas y vendiéndolas por intermedio de instrumentos financieros cada vez más complejos (los derivados). La principal característica de estos instrumentos acaso sea su complejidad. En principio, uno podría estar tentado a creer que sus perfiles de riesgo son conocidos sólo por quienes los han diseñado (ya de por sí una proporción infinitesimalmente pequeña), pero la experiencia ha mostrado que tampoco esa élite de iluminados era capaz de comprenderlos. Los derivados actuaron como un ciclón, haciendo crecer de forma exponencial la exposición del sistema financiero mundial al desdoblamiento del mercado de bienes raíces de Estados Unidos. Aunque parte de la crítica a los reguladores estriba en su decisión de no regular algunos de estos instrumentos, probablemente los reguladores se encuentren en desventaja ante el mercado, en esa carrera desesperada por diseñar y poner a circular instrumentos cuyo perfil de riesgo es cada vez más difícil de comprender.

Ésta es la secuela que nos ha dejado la crisis financiera: un conjunto de verdades muy incómodas con las cuales tendremos que lidiar en el futuro, y a las cuales no será nada fácil darles respuesta o solución. ■