

SE DESCOMPONE EL MOTOR FINANCIERO

Hace pocas semanas, cuando un Boeing 777 de British Airways tuvo que aterrizar de emergencia fuera de la pista del aeropuerto Heathrow, hubo un acalorado debate sobre por qué, repentinamente, sus dos motores habían perdido poder al mismo tiempo. Las personas bien podrían preguntarse lo mismo respecto de los motores gemelos del sistema crediticio de Estados Unidos –los mercados de capitales y los bancos– cuya falla simultánea ha propiciado que el país esté muy cerca, o en medio, de una recesión.

El nivel de los infortunios económicos de Estados Unidos (EU) quedó evidenciado el pasado 5 de febrero, cuando los indicios de que durante enero había ocurrido una abrupta contracción de la industria de servicios cooperó a que el índice de bolsa S&P 500 bajara 3.2%, su peor caída de sólo un día en casi un año. El día anterior, la Reserva Federal (Fed) publicó su más reciente encuesta trimestral de funcionarios bancarios encargados de préstamos, que mostró que el estrechamiento del crédito se ha agudizado (ver gráfica 1).

Según la Fed, gran número de bancos han adoptado normas crediticias más estrictas y tasas de intereses más altas desde la investigación anterior, realizada en octubre.

Aunque los banqueros siempre se vuelven más tacaños durante una recesión, la Fed resaltó que muchos bancos expresaron que también habían reducido sus préstamos debido a una baja de su activo actual y proyectado, y de su liquidez. De esto responsabilizaron al caos en los mercados, producto de compras financiadas con deuda (LBO, por sus siglas en inglés) y complejos títulos respaldados por hipotecas.

Es culpa, también, del estado de negocios tan básicos como préstamos para consumo y propiedades comerciales, que están abriendo nuevos agujeros en las hojas de balances de los bancos.

Desalentadoras noticias que provienen, entre otras áreas, de

las LBO, han destrozado las esperanzas de que el motor de los mercados de capital resuene de nuevo a principios de 2008. Hasta hace poco los bancos habían financiado alegremente enormes transacciones de capital privado para luego derivar toda la deuda o parte de ella hacia mercados secundarios de gran liquidez. A menudo celebraron contratos de crédito que ofrecían poca protección contra la falta de pago. Ahora, con la recesión, el número de deudores que caen en mora por este tipo de préstamos está destinado a incrementarse. El apetito por deuda LBO se ha agotado, como lo descubrió esta semana un grupo de bancos que fracasó en sindicarse 14 mil millones de dólares (mdd) de deuda que sirvieron para financiar las operaciones de Harrah's Entertainment en Las Vegas.

Este pequeño contratiempo significa que otros grandes contratos, como una venta de 15 mil mdd de deuda vinculada con la compra de Clear Channel Communications, están ahora en peligro. Esto podría hacer que los bancos se ahoguen en una plétora de préstamos cuyo valor cae con rapidez. De acuerdo con Standard & Poor's LCD (Leveraged Commentary & Data, por sus siglas en inglés), unidad de la agencia calificadora S&P, incluso los créditos relativamente apalancados se están comerciando en alrededor de 88 centavos por dólar, en relación con su valor nominal de mediados del año pasado (ver gráfica 2).

Algunos grandes préstamos sindicados el año pasado, como los 29 mil mdd utilizados en la compra de First Data, se negocian también con grandes descuentos sobre valor nominal, lo cual disuadirá más a potenciales inversionistas.

¿Qué monto de esta deuda indeseable podrán estar cargando los bancos? S&P LCD considera que 148 mil mdd

en préstamos LBO se hallan en la tubería conjunta –en referencia a aquellas suscripciones que la Comisión de Valores estadounidense (SEC, por sus siglas en inglés) debe completar antes de que el producto se pueda ofrecer en venta al público– y que la mayor parte pertenece a bancos, más otros 64 mil mdd en bonos de alto rendimiento. Si los banqueros no están dispuestos a aceptar precios de ganga, deberán aumentar sus provisiones en relación con la deuda que conserven. “Este grupo de fantasmas dará problemas a los mercados un buen rato”, considera Mark Howard, jefe de análisis de crédito en Barclays Capital.

Otra fuente de problemas es el moribundo mercado de valores respaldados por hipotecas y el de obligaciones de deuda colateral (CDO, por sus siglas en inglés) que se respaldan con tales valores. El 30 de enero, S&P bajó o amenazó con bajar la calificación de más de 8 mil bonos y CDO, haciendo notar que las pérdidas de las instituciones financieras enlazadas con ellas podrían más que duplicarse para alcanzar la alucinante cifra de 265 mil mdd.

A esto hay que agregar la factura potencial por la debacle de las aseguradoras de bonos monoline (compañías catalogadas como triple A que garantizan el pago de intereses y principal de un bono y operan sólo en esa línea de aseguramiento). Los bancos compraron protección para derivados de crédito de las

monoline en la forma de cambios por mora de crédito. Pero la base de capital de las aseguradoras es ahora tan débil que podrían ser incapaces de pagar cualquier reclamación. El 6 de febrero, MBIA, una de las aseguradoras más grandes, anunció que recaudaría otros 750 mdd mediante una emisión de valores para tratar de conservar su excelente calificación de crédito.

Esto hace que los bancos encaren otro golpe potencial, cuyo tamaño es bastante difícil de calcular debido a que usan diferentes enfoques para asignar valores a sus coberturas. Pero de acuerdo con Matt King, analista de Citigroup, en el peor de los casos imaginables, la bancarrota de todas las monoline, la cuenta total alcanzaría 34 mil mdd.

Hasta ahora, la crisis crediticia se ha visto como un fenómeno de Wall Street, lo que es comprensible por las cantidades descomunales que los grandes bancos han malgastado. Pero se ha convertido con rapidez en un asunto de cualquier Main Street en EU. “Las entidades reguladoras y los banqueros deberían hacer equipo ahora para examinar los niveles inferiores del sistema”, dice Michael Poulos, de la firma consultora Oliver Wyman.

Tiene razón. Por un lado, el impacto de elusivas deudas ligadas con préstamos de riesgo se percibe más allá de los grandes bancos: el 5 de febrero, el US Central Federal Credit Union, con sede en Kansas, último recurso para los bancos cooperativos del país, perdió su calificación AAA de S&P debido a la caída del precio de sus valores hipotecarios. Por otro, los negocios de préstamos al consumidor y a la propiedad comercial de muchos bancos se han visto afectados por la desaceleración.

De manera sorprendente, la encuesta de funcionarios de préstamos de la FED mostró que 70% de los encues-

LOS PROBLEMAS SE
EXTIENDEN DE WALL
STREET A LAS CALLES.
LA CRISIS CREDITICIA
PODRÍA EMPEORAR

tados esperaba que empeorara la calidad de sus tarjetas de crédito y otros portafolios de préstamos a consumidores. Algunas firmas ya están sintiendo la estrechez. Las acciones de algunas compañías de tarjetas de crédito cayeron recientemente.

Pronto en su banco

La propiedad comercial es un dolor de cabeza aún más grande. Ciertamente lo es para lo más selecto de Wall Street: por ejemplo, Deutsche Bank tuvo recientemente que adjudicarse algunos edificios en Manhattan que pertenecían a Harry Macklowe, conocido promotor inmobiliario, quien no logró refinanciar 7 mil mdd a corto plazo que se emplearon para pagarlos. La historia de las propiedades tiene un giro preocupante para los bancos en todo EU.

Esto se debe a que, además de su oferta de hipotecas comerciales, los bancos regionales y locales también otorgan un gran número de “préstamos para la construcción” a compañías que edifican centros comerciales, condominios y otras propiedades. Un negocio al que los grandes bancos de inversión no prestaron la suficiente atención, el crédito para construcción, fue bastante rentable durante el auge de la propiedad, pero ahora un número creciente de estos préstamos se pudre en la quiebra.

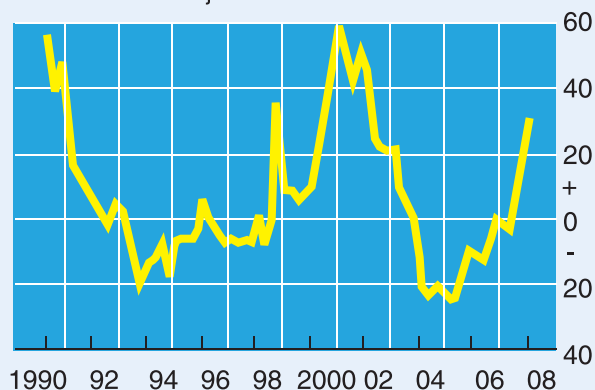
Una mayor constricción crediticia general –en caso de que las bases de capital de los bancos se debilitaran por crecientes provisiones y bajos ingresos– sería peor. Pero considerando los graves problemas de los motores crediticios estadounidenses, podría necesitarse algo más que una inyección de combustible monetario para hacer que funcionen de nuevo.

FUENTE: EIU

El riesgo de los préstamos

1

Los bancos de EU estrechan sus normas para créditos comerciales e industriales* Porcentaje neto de clientes demandados



*Pequeñas y medianas empresas

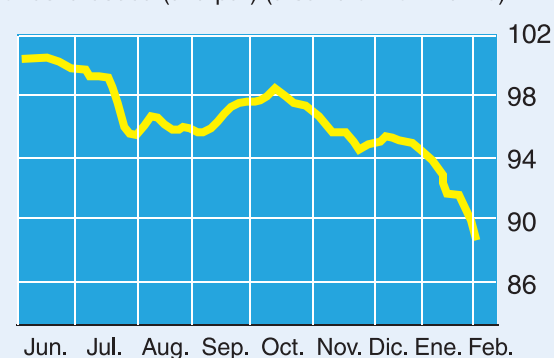
Fuente: Reserva Federal

LA JORNADA

Pérdida de valor nominal

2

Índice LCD de flujo nominal*, 100= valor de la deuda (a la par) (a su valor nominativo)



Valor de mercado de 15 de los préstamos apalancados más comercializados

Fuente: Standard&Poor's LCD

LA JORNADA



Foto Archivo

EU, GEOGRAFÍA DE LA RECESIÓN

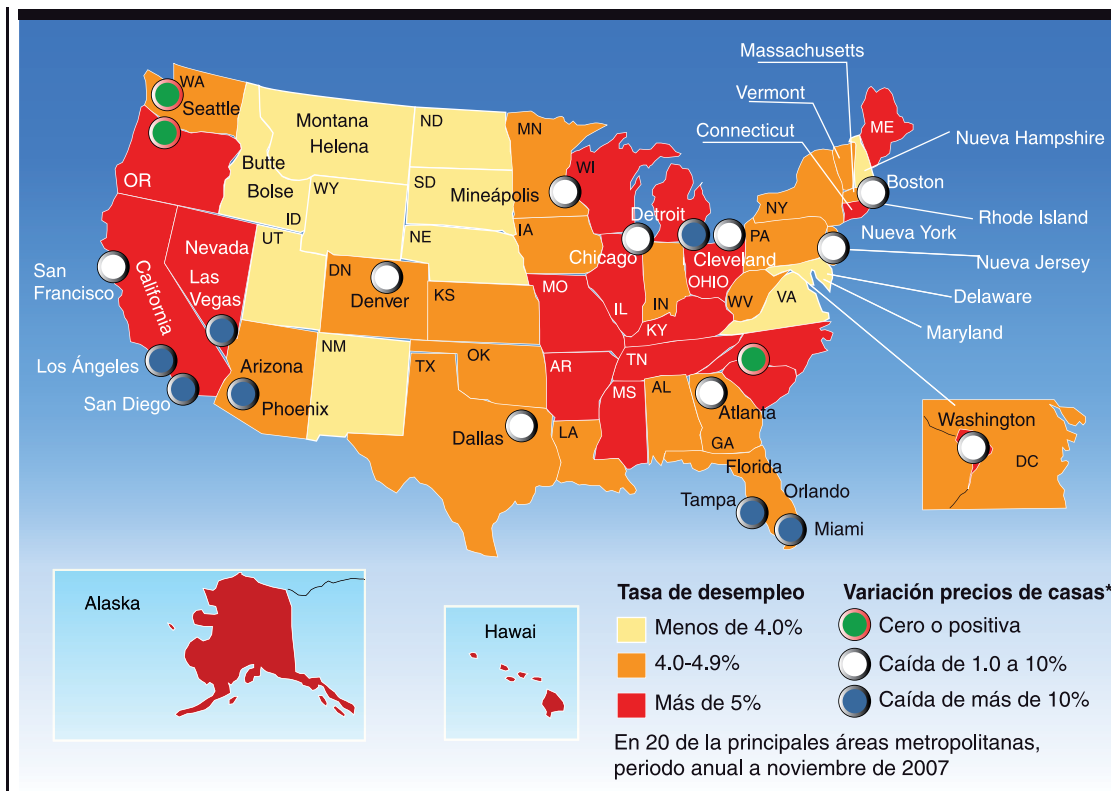
La palabra recesión no se escuchará mucho en la modesta mansión del gobernador en Helena, Montana. El inquilino, Brian Schweitzer, insiste en que la economía de Montana está en mejor forma que nunca. Tuvo uno de los índices de empleo de mayor crecimiento en el país. El estado está prosperando apoyado en los auge en minería y agricultura, así como en un crecimiento continuo en turismo. Paul Polzin, de la Universidad de Montana, pronostica que la economía del estado crecerá 4.1% durante 2008, quinto año consecutivo de crecimiento por encima de 4%. "Hemos buscado escenarios realistas del fin de los tiempos, pero no podemos encontrar ninguno", dice Schweitzer.

Vayamos a Michigan, en contraste, donde es difícil encontrar algo que no sea sombrío. El colapso de la industria automotriz estadounidense, aunado a un severo descalabro de las hipotecas *subprime*, ha dejado al estado tambaleante. Tiene la tasa de desempleo más alta del país (7.6%) y la tercera de ejecución de hipotecas, y fue el único estado que perdió un número grande de empleos en 2007. Durante las preliminares de las elecciones primarias republicanas en el estado (que ganó), Mitt Romney recorrió Michigan prometiendo proteger a los votantes de una "recesión en un solo estado".

"Caída formal"

Montana y Michigan marcan la divergencia que yace detrás de las cifras económicas totales de EU. Las estadísticas nacionales sugieren que el país puede haber caído ya en una recesión formal. La producción creció a una tasa anual de sólo 0.6% en los pasados tres meses de 2007, cifra que bien podría modificarse a la baja. La construcción inmobiliaria viene en picada, los precios de las viviendas bajan, el gasto de los consumidores baja de intensidad y la economía perdió 17 mil empleos en enero, el peor declive desde 2003. Una medida mensual de la actividad de los servicios, publicada el 5 de febrero, muestra un descenso dramático y sugiere ahora condiciones recesivas. La gran interrogante —en particular para quienes están involucrados en la campaña presidencial— es dónde va a sentirse el dolor de manera más aguda, y qué tan lejos se extenderá.

Hasta ahora, buena parte de las penalidades se han concentrado en un sector —la vivienda— y en dos grupos diferentes de estados: el Medio Oeste industrial y aquellos estados que vieron la mayor burbuja habitacional, en particular California, Nevada, Arizona y Florida. Estos dos grupos tienen una importancia política desproporcionada. Incluyen muchos estados que votaron al principio de las carreras primarias. Varios de ellos (como Michigan y Florida) son estados



Fuente: Departamento del Trabajo de EU; Standard & Poor's

LA JORNADA

que de manera tradicional oscilan en las elecciones generales.

La situación es todavía más sombría en Michigan, Ohio y otros antiguos baluartes manufactureros, donde la crisis *subprime* vino a agravar la secular pérdida de empleos en fábricas. Pero el debilitamiento más dramático se ha producido en estados burbujas. Las economías antes boyantes por el auge de la construcción y los altísimos precios inmobiliarios ahora se ven arrastrados.

La poderosa economía de California se está bamboleando. En algunas ciudades, los precios de las casas caen en porcentajes de dos dígitos y la tasa de desempleo ha saltado de 4.8% a 6.1% en el reciente año, aumento que duplica la tendencia nacional. En Los Ángeles, un dólar débil y un consumo más lento han reducido de forma marcada el tráfico de importaciones portuarias. Este descenso no es tan extremadamente violento como los de principios de los años 90 o 2000,

cuando industrias básicas como defensa y tecnología fueron castigadas de manera muy dura. Pero es lo bastante empinado para descomponer el presupuesto estatal y descarrilar los ambiciosos planes del gobernador Arnold Schwarzenegger de reformar la atención médica.

En Florida, Nevada y Arizona la historia es parecida: precios inmobiliarios en picada, crecimiento de las ejecuciones de hipotecas e incremento desproporcionado del desempleo. Sin embargo, no todo es ominoso: en estos estados, igual que en el resto de EU, un fuerte crecimiento global y el dólar débil han propiciado la bonanza de las industrias exportadoras y estimulado el turismo. (El año pasado, el aeropuerto internacional de Orlando, puerta de entrada a Disney World, recibió un número sin precedente de pasajeros). Pero estos puntos positivos no han logrado compensar la crisis inmobiliaria y el menor consumo. Mark Zandi, economista en

jefe de Economy.com de Moody's, considera que los cuatro estados burbuja, junto con Michigan, ya están en recesión. En conjunto, señala, representan 25% del PIB estadounidense.

Sin embargo, si nos trasladamos tierra adentro desde las costas y nos alejamos del Medio Oeste industrial, la imagen parece menos desalentadora, por el momento. A una franja que corre del noroeste de Texas a través de las grandes planicies y las montañas rocosas le ha estado yendo particularmente bien, gracias a las exportaciones en aumento y al alto precio de las materias primas. Los subsidios para etanol y la agflación (aumento en el precio de los alimentos de origen agrícola debido a mayor demanda para consumo humano y como recurso energético alternativo) han traído bonanza a los estados agrícolas. Las exportaciones agrícolas aumentaron casi 20% en comparación con 2006, en tanto que los ingresos agrícolas

crecen de manera relevante. Las industrias extractivas están en auge. Los mineros encuentran redituable extraer cobre en Butte, Montana, aunque los operadores dicen que es el mineral de hierro de menor calidad del mundo. Estos estados tienen ahora algunas de las tasas de desempleo más bajas del país. Estar lejos del auge inmobiliario les evitó lo peor del descalabro subprime.

Disparidades regionales

Para los políticos, de Butte a Topeka, ahora el asunto es si esta buena fortuna va a continuar. Las disparidades regionales, tanto en la bonanza como en la pobreza, no sorprenden en una vasta economía continental. Durante la recesión de 1991, California y Nueva Inglaterra sufrieron de manera desigual, debido a las crisis bancarias y al recorte en gastos de defensa. Al principio, el descalabro de 2001 golpeó más fuerte a los estados con centros de alta tecnología, mientras que la resaca se prolongó más en el Medio Oeste industrial. Esta vez depende mucho del resto del mundo. Si las economías emergentes se mantienen resistentes a una recesión estadounidense y los precios de las materias primas permanecen sólidos, las regiones exportadoras de EU se beneficiarán.

Aparte de ese estímulo, varios factores sugieren que hasta los estados más vigorosos encararán tiempos difíciles. El mercado de la vivienda se debilita mucho más allá de los estados burbujas. Según el índice S&P/Case-Shiller, en noviembre los precios de las casas bajaron en cada una de las 20 grandes áreas metropolitanas. Y, gracias en gran parte a la crisis crediticia, la debilidad económica se extiende mucho más allá del sector de la vivienda. La encuesta trimestral de funcionarios de préstamos de la Reserva Federal, dada a conocer el 4 de febrero, mostró que los bancos exigen condiciones de préstamo más estrictas a consumidores y empresas por igual. Y si, como sugieren los mercados de futuros, los precios inmobiliarios van a caer aún más, la crisis crediticia sólo puede empeorar.

Un declive centrado en la vivienda tendrá perniciosos efectos, incluso en regiones donde el golpe sea menor. Eso se debe a que constriñe una de las más grandes válvulas de seguridad en la economía estadounidense: la capacidad de movilización de las personas. Descensos anteriores dieron lugar a grandes migraciones, de los estados en recesión hacia los que estaban en auge. A principios de los años 90, por ejemplo, la gente se trasladó en grandes masas de Nueva Inglaterra a los estados del sur. Esta ocasión, la movilidad se dificulta porque las personas no pueden vender sus casas. Es posible que el desempleo siga creciendo en California, aunque Montana no pueda obtener los trabajadores que necesita.

FUENTE: EIU



Las estadísticas sugieren que Estados Unidos ha caído ya en una recesión formal ■ Foto Reuters