

Algunos temas que definirán el 2008

Jorge Suárez-Vélez
ITAM, enero 11 de 2008

Las opiniones que aquí presento son mías, y pueden o no coincidir con las de *ING*.

El extraordinario período de crecimiento global está llegando a su fin.

- Su origen lo hace extraordinario
- A raíz de que reventó la “Burbuja de Internet” en 2001, la Reserva Federal y otros bancos centrales inyectaron una cantidad sin precedente de liquidez a la economía.
- Se quería evitar que la historia de Japón se repitiera.
- Las tasas de interés en dólares bajaron a su menor nivel en más de 40 años.

A pesar del altísimo nivel de liquidez, se pudo evitar la inflación.

- Esto ocurrió debido a cuatro razones:

1. Tecnología

- El surgimiento de Internet

2. Globalización

- La posibilidad de compartir procesos en tiempo real.

3. Productividad

- Laptops y Blackberry's

4. BRIC

- Entre 1990 y 2005 se duplicó la fuerza laboral del mundo.

La abundancia de trabajadores generó beneficios.

- El trabajo se volvió el factor abundante, el capital el escaso.
- Estados Unidos acogió la “globalización” y transfirieron procesos básicos a países con mano de obra barata.
 - Wal Mart: si fuese país, sería el séptimo socio comercial de China.
- La rentabilidad del capital surgió a niveles sin precedente en 75 años.

El consumo creció en forma desproporcionada.

- Hubo un efecto riqueza que provino del alza en el precio de los inmuebles.
 - 6/01 a 6/06 aumento de 88.5%
- Los estadounidenses se gastaron el incremento en el valor de sus casas.
- La bonanza se contagió al resto del mundo:
 - 72% de la economía es consumo
 - Alrededor de 15% de la economía mundial

La abundancia de liquidez también tuvo consecuencias.

- El crédito se abarató.
- Consecuentemente, los precios de todo tipo de activo subieron: acciones, inmuebles, arte, etcétera.
- Deuda/ingreso disponible creció de 100% en 2001 a 136% en 2006 (tomó 39 años antes).
- En los 80's, petrodólares a las economías emergentes, ahora a “subprime”.
- Con el objetivo de incrementar la rentabilidad de su capital, los bancos:
 - Estuvieron dispuestos a tomar más riesgo y...
 - relajaron sus estándares de crédito...

La crisis bancaria

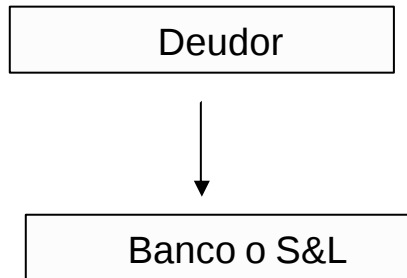
(que conste que no “de crédito”)

La fuerte reducción en las tasas de interés afectó a la rentabilidad de los bancos.

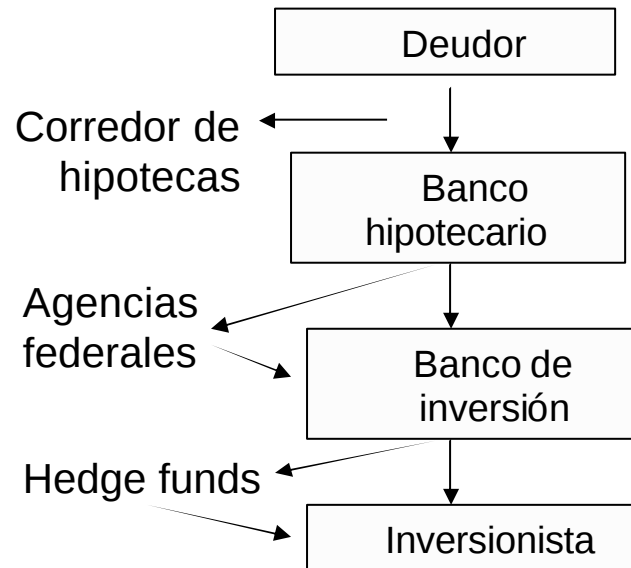
- Los “spreads” tanto por riesgo como por plazo se contrajeron en forma considerable.
- En un entorno estable:
 1. Buscaron cómo colocar crédito con alto margen.
 2. La combinación de alto empleo, precios de inmuebles al alza y abundancia de liquidez era irresistible.
 3. Los ahorradores también buscaron riesgo:
 - Inversión en hedge funds y bonos chatarra
- Consecuentemente, surgió una enorme demanda por bonos de alta rentabilidad.

Nuevas estructuras de financiamiento aceleraron el deterioro en los estándares de crédito.

Pre-1980s: Los bancos y S&L's originaban, mantenían y Monitoreaban los préstamos.



Desde entonces el mercado hipotecario se ha ido bursatilizando.



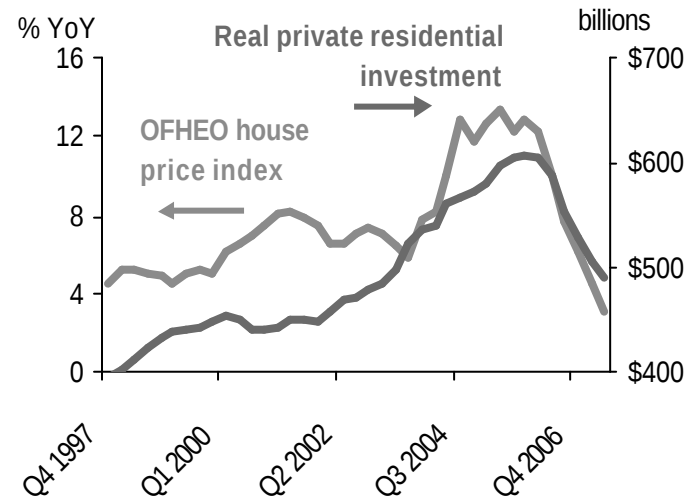
Para incrementar el mercado, los intermediarios financieros se vuelven “creativos”.

- Se empieza a promover hipotecas de tasa ajustable, o “ARM’s”.
 - Éstas tienen una tasa “anzuelo” (teaser rate) que típicamente se ajusta después del segundo año.
- Los bancos empiezan a pedir enganches más bajos.
 - Llegan a dar préstamos por 110% del valor de la propiedad.
- Surgen los famosos préstamos NINJA.
 - “No income, no job, no assets”
- Surge fuerte demanda especulativa.
 - Incluso, proveniente de otros países.
- Conforme el precio de la vivienda sigue aumentando, no es evidente que estas prácticas van a reventar.

La crisis lleva dos años desarrollándose.

- El mercado de vivienda se empezó a debilitar en 2005.
- “Subprime” pasó de 10% en 2003 a casi 40% de las nuevas hipotecas en 2006.
- Las ARM's aumentaron de 10% en 2003 a 30% 2006.
- La razón crédito/valor de la propiedad subió de 81% en 2002 a 87% en 2006.

En 2005 el punto máximo en el precio de vivienda



Source: Bureau of Economic Analysis and Office of Federal Housing Enterprise Oversight

Ahora vienen los ajustes.

- Se “revisa al alza” el costo de 1.8 millones de hipotecas en los próximos dos años.
- Hay 4.4 millones de unidades a la venta.
- O se reduce la construcción de viviendas nuevas 40%, o los precios bajan mucho más: 15% (han bajado entre 5 y 6%).

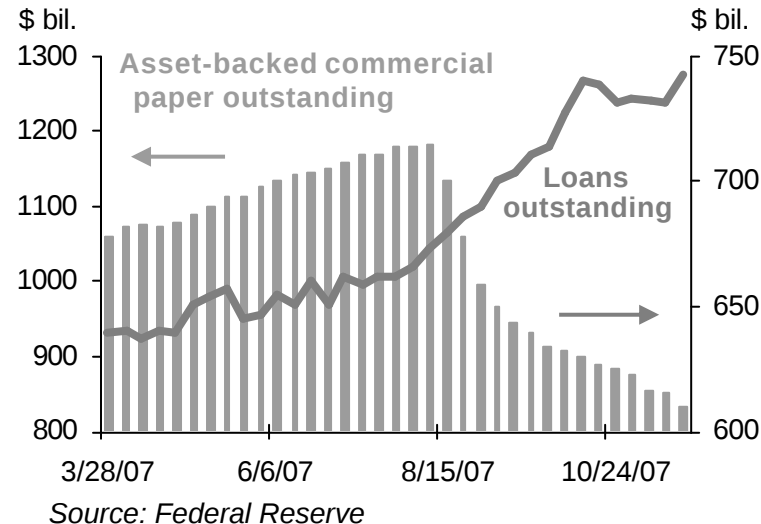
Los bancos crearon SIV's con múltiples propósitos.

- Los excesos de regulación impusieron cargas excesivas de capital a los bancos.
- Los SIV's permiten aprovechar el “spread” entre costo de fondeo y tasa de inversión, sin utilizar capital.
- Pero, cometieron un error grave: fondear deuda de largo plazo financiándose con fondeo de corto plazo.
- Como resultado, ahora es más barato para Pakistán emitir deuda de corto plazo que para los SIV's bancarios.

La crisis empezó a deteriorar la situación financiera de los bancos.

- En febrero de 2007, los originadores de hipotecas empezaron a mostrar problemas, causados por deudores no pudiendo pagar hipotecas recientemente contratadas.
- Dos hedge funds de Bear Stearns se colapsaron en junio.
- Para agosto, crisis de liquidez global.
- Los bancos centrales inundan los mercados globales con liquidez. La Fed reduce tasas el 18 de septiembre y de nuevo el 31 de octubre.

Contracción en el mercado de papel comercial.



Transformando un bono hipotecario en una obligación de deuda colateralizada (CDO)

1. Pool de hipotecas



2. Se hace un pool con los pagos de capital e intereses en valores hipotecarios (MBS)

Calificación

AAA	Más seguro, menos tasa
AA	Menor calidad
A	Aún menor
BBB	

3. Se empaqueta valores hipotecarios en CDO's

Nueva calificación

AAA	La deuda riesgosa absorbe pérdidas primero. Los segmentos más altos pueden recibir una calificación más alta que el valor hipotecario subyacente.
AA	
A	
BBB	

La situación es grave, pero sólo el primer nivel del problema.

- Hasta ahora sólo hemos visto el golpe a los bancos que proviene del mercado hipotecario “subprime”.
- Por este concepto, se ha tomado pérdidas por USD 100 mil millones. Se estima que faltan entre 150 mil y 400 mil millones más.

El siguiente nivel del problema provendrá del deterioro de la economía.

- ▣ Conforme la economía se desacelere:
 1. Crecerá el desempleo.
 2. Se deteriorarán créditos hipotecarios “Alt A”, e incluso de alta calidad.
 3. Habrá problemas con propiedades comerciales.
 4. Habrá deterioro de crédito automotriz y de tarjetas de crédito.

La situación de las “monoliners” puede complicar la situación.

- Hay alrededor de 6.5 billones de dólares en bonos municipales asegurados por éstas.
- Muchos inversionistas institucionales tendrían que vender posiciones si la calificación de éstos baja.

A pesar de todo, la economía estadounidense puede salir fortalecida.

- Tiene una flexibilidad extraordinaria.
- La situación de las empresas es sana.
- Las empresas grandes emiten deuda, no requieren de bancos.
- Una reasignación de recursos sería oportuna.
- Es importante no sobreestimar exportaciones: Oct. 83 b, imp. 200 b

Contagio

(la pregunta clave)

La crisis inmobiliaria también ha empezado en Europa.

- El mercado del Reino Unido es similar al de Estados Unidos, con menor apalancamiento.
- Además, el déficit en cuenta corriente llegó a 5.7% del PIB.
- Los precios en España e Irlanda subieron aún más que en EU.
- Aun países como Francia e Italia se verán afectados.

El eslabón débil es España.

- En los últimos 5 años, España ha sido:
 - 1/5 del crecimiento en consumo
 - 1/2 del aumento en inversión priv.
 - 2/3 del aumento en empleo
- El motor del crecimiento ha sido el crédito.
- El mercado inmobiliario lastimará a los bancos también.

Hay problemas en la balanza de cuenta corriente.

- No es obvio debido a que Alemania presenta un superávit de 6%/PIB.
- La fortaleza del euro va a resultar dolorosa.
 - Será difícil exportar, aún más si se contrae el consumo en EU y RU.

Las decisiones de política monetaria son complejas.

- Lo que beneficia a unos, perjudica a otros.
 - Alemania y Holanda tiene cuenta corriente superavitaria; Francia, España e Italia deficitaria.
- Si la caída del dólar continúa, más ahorro se denominará en euros, fortaleciéndolo aún más.
 - Será difícil exportar, aún más si se contrae el consumo en EU y RU.

La inversión de capital está en riesgo.

- Sólo las empresas alemanas tienen recursos propios.
- En el resto de la euro zona, las empresas dependen fuertemente del crédito bancario.
- La brecha entre ingreso y gasto corporativo, sin Alemania, es de más de 6%.

Las economías europeas sueñan con la flexibilidad que la estadounidense tiene.

- La situación sindical en países como Francia, Alemania, Holanda, etcétera, es extraordinariamente difícil.
- Tienen niveles de desempleo mucho mayores a EU.
- Su situación demográfica es infinitamente más compleja.
 - En 2025 la edad promedio de la población europea será de 50 años.
 - Migración o carga fiscal insostenible.

Es un muy mal momento para crecer más lento.

- Políticamente se ponen en riesgo los intentos de Sarkozy y de Merkel de:
 - aumentar la competitividad en sus países
 - y de incrementar la flexibilidad laboral.
- Las empresas de países como Alemania apenas empezaban su proceso de “outsourcing”.
 - Ha habido una contracción de la planta laboral en las empresas automotrices.
 - Hungría: transnacionales 70%+ del PIB

China tiene que seguir creciendo, para compensar la falta de crecimiento en EU.

- ▣ La economía china ha crecido un promedio anual de casi 10% desde 78.
 - ▣ Larry Summers: 10,000% en China, vs. 40% en Revolución Industrial.
- ▣ Si el consumo chino se incrementa, podría compensar parte de la caída estadounidense.

Hay múltiples obstáculos para que continúe al mismo ritmo.

- La inflación ha hecho su aparición.
 1. Hay escasez en la población porcina.
 2. El poder adquisitivo ha aumentado.
 3. El proceso de esterilización es paupérrimo.
- Hay una evidente burbuja en el mercado accionario.
 1. El mercado está a 65x utilidades.
 2. 3 de las 6 empresas más grandes del mundo son chinas.
 3. La especulación con apalancamiento ha crecido rápidamente.

Hay múltiples obstáculos para que continúe al mismo ritmo.

- Existe la posibilidad de descontento social si el ritmo de crecimiento baja.
 1. Falta apertura política.
 2. 40% de la población sigue sin acceso a agua corriente.
 3. La diferencia entre ricos y pobres es evidente.

Sería útil que el crecimiento japonés se acelerara, pero es poco probable.

- Si las tasas en dólares bajan y las de yen suben, el fin del “carry trade” complicará las cosas.

1. Hay entre 300 mil y un billón de dólares en créditos denominados en yen.

Cisnes negros

(según Nassim Taleb, lo definirán todo)

La crisis bancaria se hará extensiva a los hedge funds.

- La disponibilidad para crédito de éstos se complicará.
- Tendrán que cambiar de “mark to model” a “mark to market”.
- El proceso de “desapalancamiento” puede tener un fuerte efecto en los precios de valores en muchos mercados.

El populismo y proteccionismo son amenazas reales.

- Las elecciones en Estados Unidos provocarán falta de coordinación entre ejecutivo y legislativo.
- El populismo regresará con fuerza en Europa y otras regiones.
- En América Latina, los populistas mostrarán su color verdadero.

La posible invasión de Irán sigue sobre la mesa.

- Para un presidente Bush debilitado y consternado con su legado, ésta es una medida que puede hacer sentido.
- El efecto sobre el precio del petróleo pudiese ser poco oportuno.

La presión inflacionaria puede dificultar la acción de la Fed.

- Se seguirá importando inflación de China.
- Un dólar más débil encarecerá las importaciones.
- Los precios de los alimentos seguirán subiendo.
 - La producción de etanol con maíz continuará.

Aumenta la posibilidad de terrorismo para dejar marca en el proceso electoral.

- ▣ Tal y como ocurrió en España, cambiaría totalmente el resultado en Estados Unidos.
- ▣ Incrementaría fuertemente las posibilidades para el candidato republicano.

La situación en Pakistán puede complicarse.

- A nadie conviene un Talibán con armas nucleares.
- La interacción de Musharraf con Estados Unidos será extraordinariamente complicada.
- Afganistán competirá por atención con Irak.

Algunas obviedades sobre el efecto en México

(recordando el tema)

México será el país más afectado por la recesión en Estados Unidos.

- Afectará la exportación de bienes de uso final, aunque la de bienes intermedios mejorará.
- No crecerán las remesas provenientes de EU.
- Habrá mucha más competencia por inversiones de fondos de inversión directa.

México será el país más afectado por la recesión en Estados Unidos.

- ▣ Aumentará la presión inflacionaria, particularmente si el dólar se sigue debilitando.
- ▣ El comportamiento de la bolsa estará fuertemente ligado a lo que pase con la bolsa en EU.
 - ▣ La correlación en el comportamiento de EU y de mercados emergentes ha aumentado de .45 a .85.

Pero hay logros evidentes que van a ayudar.

- La curva larga en pesos permite mucho mayor estabilidad, a pesar de la crisis.
- El manejo fiscal y monetario ortodoxo ha provocado una clara mejora en la percepción de riesgo de México.
- Pero...el crecimiento sigue decepcionando una y otra vez.

Finalmente, pronósticos

(más difícil que nunca hacerlos)

Bolsa en Estados Unidos

- Se defenderá de la situación, a no ser que el sector financiero se hunda.
- Las empresas esperaban una desaceleración.
 - Por ello, recompraron acciones y disminuyeron pasivos.
- Está barata a 16X utilidades
 - Aún cuando éstas crecerán sólo 1.5%
- 50% de los ingresos se generan fuera de EU.

Habrá oportunidades extraordinarias para invertir.

- El sector financiero presentar  gangas cuando el “TED spread” se estabilice.
- Los sectores de infraestructura y alimentos serán atractivos.
- El sector de tecnología seguirá evolucionando en forma acelerada.

Monedas

- El dólar se puede debilitar más, pero las tasas en euros también bajarán.
- La libra debe debilitarse.
- El yen puede subir en forma súbita.
- EL yuan continuará sin apreciarse sustancialmente contra el dólar.

El oro seguirá rompiendo récords.

- ▣ La producción se ha complicado por restricciones ambientales.
- ▣ La debilidad del dólar e incertidumbre del euro pueden hacer que algunos bancos centrales compren.
 - ▣ Si su participación en las reservas chinas pasa de 5% a 10%, absorbe dos años de producción mundial.

La inversión privada crecerá en importancia.

- ▣ Los fondos soberanos, los grandes hedge funds, los “endowments” universitarios y las familias más ricas (cuya liquidez ha aumentado) harán compras estratégicas espectaculares.
- ▣ Pero los fondos de inversión privada sufrirán.

Los mercados de bienes raíces seguirán bajando.

- ▣ La baja será lenta y prolongada.
- ▣ El crédito hipotecario seguirá escaseando.
- ▣ El exceso de oferta no acabará de limpiarse en 2008.

Será el año de los abogados.

- Habrá demandas a originadores de hipotecas, agencias calificadoras, casas de bolsa, hedge funds, etc.

Estados Unidos tendrá a su primer presidente negro.

- ▣ Barack Obama tomará posesión en diciembre de 2008.
- ▣ Vencerá a un candidato republicano que pudiera definirse en la Convención Republicana, por primera vez en 60 años.

Si acierto todos mis pronósticos,
me vuelven a invitar el año que
entra.

¡Muchas gracias!

Comentarios a:
jorgesuarezvelez@yahoo.com