

Periodista: Cristina de la Sota
Medio: Cinco Días
Fecha: 18/08/07

Bernanke responde a la llamada de auxilio

La rebaja del tipo de descuento es un paso intermedio frente a la más radical bajada de tipos que Wall Street pide y podría recibir

A. B. NIETO / N. SALOBRAL
C. DE LA SOTA

Brillante", "quirúrgico", "un impacto psicológico e indirecto", "insuficiente", "un pequeño paso" y "un gran paso en la dirección correcta". Con comentarios tan dispares como éstos, con sorpresa y también con y alivio recibieron el viernes los mercados el anuncio de la Reserva Federal de rebajar en medio punto el tipo de descuento que pasó del 6,25% al 5,75%. Con este movimiento fuera de calendario, con el que se abarata el crédito de la Fed a la banca comercial, se responde a la llamada de auxilio de Wall Street. Y se afina la puntería a la hora de insuflar aire a los mercados; hasta ahora la Fed se había limitado a inyectar un dinero que había servido de escaso o nulo alivio.

El equipo de Ben Bernanke consiguió que la Bolsa rebotara, pero tanto quienes desean más apoyo como los que aplaudieron la decisión dan por seguro un recorte más radical, el de los decisivos tipos de interés de referencia, en el 5,25% desde hace más de un año. Una posibilidad que ya prevén los futuros.

Wall Street no solo cree necesario que haya más acceso a liquidez (algo que se consiguió en cierta medida ayer) sino que el precio del dinero baje y en ello confían los mercados de futuros. Goldman Sachs estima que se cerrará el año con una rebaja de 75 puntos básicos. Lehman apuesta ahora por un recorte de 50 puntos al igual que Global Insight y UBS.

El comunicado de la Fed, emitido apenas siete días tras su última reunión, apoya estos cálculos. Según Bernanke, el deterioro del mercado, el endurecimiento de las condiciones crediticias y la incertidumbre pueden "afectar el crecimiento". La Fed, que no menciona esta vez la inflación, aprecia que los riesgos al crecimiento "se han incrementado".

La posibilidad de una reunión de la Fed antes de la prevista el 18 de septiembre no se descarta, y los mercados de futuros apuestan por un recorte en agosto. Sin embargo, para Nigel Gault, economista de Global Insight, aunque la rebaja tiene que llegar "más pronto que tarde, por el bien de la economía", hacerlo fuera de calendario mandaría una señal de mayor peligro y añadiría más turbulencias. Desde que en 1994 la Fed empezó a emitir comunicados de sus reuniones sólo ha emitido antes uno entre reuniones y, a diferencia del viernes, bajó los tipos de descuento y de referencia.

Para Maury Harris, economista de UBS, lo importante no sólo es la restauración de la confianza en el sistema bancario y el hecho de que se asegure que los buenos acreedores tienen acceso al crédito, sino también la entrada de Bernanke en escena. "Es relativamente nuevo en el puesto y con esta decisión se despeja la incertidumbre sobre su papel en las crisis. Ahora sabemos que se continuará la tradición de Greenspan que actuaba en caso de crisis". "Tenía que mandar una señal", asegura Harris. A diferencia de otros economistas que creen que medio punto en el tipo de descuento es poco y hubieran querido ver los 100, Harris considera que la Fed ha actuado así porque no quiere quedarse sin munición y porque necesitaba unanimidad en su decisión.

¿Es Bernanke un bálsamo? No del todo. Los economistas reconocen que la raíz del problema es la crisis inmobiliaria y del crédito ya nadie cree que se haya tocado fondo.

Apoyos:

Destacado: ¿Qué significa lo que ha hecho la Fed?

Los bancos tienen varias maneras de financiarse. Las subastas periódicas que realizan los bancos centrales son la principal fórmula. El mercado interbancario, donde el tipo de interés que pagan suele ser hasta 10 puntos básicos superior a las tasas oficiales, es el segundo eslabón. Pero si estas dos vías resultan insuficientes pueden solicitar préstamos directamente a los bancos centrales, tanto en Europa como EE UU. En estos casos la Reserva Federal cobra el llamado tipo de descuento, generalmente una tasa un 1% por encima del tipo oficial. Y ahí es donde intervino el viernes la Fed, al bajar este tipo del 6,25% al 5,75% para reducir así la distancia con el tipo oficial, actualmente en el 5,25%. La Fed también alargó el plazo de estos préstamos a más de un mes y mostró su disposición a aceptar como garantía hipotecas y activos relacionados. Una medida aplaudida entre los expertos ya que permite a los bancos descontar estos activos de sus balances por un tiempo y alivia la tensión actual.

Destacado/Gráfico: El euro y el dólar toman aire tras el impulso del yen

El efecto balsámico sobre los mercados de la decisión de la Fed de rebajar la tasa de descuento de los préstamos a los bancos también dio un respiro al mercado de divisas, donde las monedas más poderosas se habían depreciado con fuerza en la semana frente al yen.

En la mañana del viernes, la moneda nipona llegó a alcanzar el máximo frente al dólar en 14 años, al tiempo que el euro caía por debajo del soporte de los 150 yenes por primera vez en el año, como consecuencia de la compra de yenes por parte de los inversores que deshacían posiciones de carry trade y ponían fin a un largo periodo de estar endeudados a los bajos tipos que se disfrutaban en Japón (0,5%). Gracias a la Fed, el dólar se estabilizó en los 114 yenes y el euro recuperó los 154.

Destacado/Gráfico: La deuda pública recupera atractivo frente a la Bolsa

Como en toda crisis bursátil que se precie, la deuda pública volvió esta semana a hacer valer su condición de valor refugio. Animada por la entrada de dinero en estos activos, la rentabilidad de los bonos alemán y estadounidense –que se mueve a la inversa del precio– registró el jueves su mayor caída desde 2004.

La reacción del viernes de la Fed sirvió de alivio a las Bolsas, al tiempo que debilitó a la deuda. Así, la rentabilidad del bono estadounidense subió hasta aproximarse al 4,7%.

Frente a la seguridad que proporciona la deuda pública de primera calidad, los bonos basura ha ampliado estos días su prima y el índice Itraxx, que mide el diferencial que se paga por estos activos sobre la deuda pública europea ha subido a 384,4 puntos básicos.

Destacado/Gráfico: Las materias primas temen por la salud de la economía

Las materias primas acusaron esta semana el temor a que una crisis económica, provocada por el pinchazo de las subprime en EE UU, debilitara su consumo.

Las ventas afectaron incluso al oro, que ya había abandonado en los últimos meses su condición de valor refugio y estaba codeándose con el resto de activos financieros en las carteras más diversificadas. En la sesión del viernes, y tras descensos en las jornadas previas al hilo de la debacle bursátil, la onza de oro recuperó casi el 1%, por encima de los 657 dólares por onza. Gracias también a que la Fed tranquilizó al mercado con la rebaja del tipo de descuento, el precio del petróleo también se animó en alrededor de un dólar por barril, hasta los 72 dólares el crudo West Texas.

DESPIECE / ANÁLISIS:

Entre la corrección sana y un crac bancario a gran escala

El mercado afronta un fin de año muy complejo al desconocer el alcance real de la crisis hipotecaria de Estados Unidos en el sistema financiero mundial

C. DE LA SOTA

Nervios, incertidumbre y mucha volatilidad. El mercado afronta un fin de año muy complejo al desconocer el alcance real de la crisis hipotecaria estadounidense. El miedo a que los problemas del sector financiero desaten una contracción del crédito en toda regla que se traslade a la economía real y provoque una recesión domina las decisiones de inversión. De momento, los motivos para predecir tal escenario escasean. Las piezas fundamentales del puzzle, la economía mundial y las empresas, siguen en forma. El bache se puede sortear, quizá en un entorno de menor liquidez que derive en una corrección sana de los mercados.

‘Si se confía en el sistema las cosas pueden dar un giro favorable. Debemos analizar los acontecimientos pero de momento la situación es manejable. El problema es que la crisis actual está basada en el sentimiento’, comenta Frederic Buzaré, director de renta variable de Dexia Asset Management.

Las consecuencias de la crisis hipotecaria en EE UU tardarán meses en conocerse. Los primeros golpes ya han salido a la luz. Nombres como Bear Stearns, BNP Paribas, IKB o American Home Mortgage son algunas víctimas de una lista de afectados que se prevé crezca y que evidencia el alcance global de la crisis. Una purga en el segmento de hedge funds parece asegurada. Nada demasiado sorprendente teniendo en cuenta que son lo que más riesgo asumen. Por ello es asumible que la corrección termine fortaleciendo al mercado si acaba con las estrategias más arriesgadas que fomentan la volatilidad.

La raíz del problema está en las hipotecas de alto riesgo de EE UU. Unos créditos concedidos a personas con un bajo nivel de renta que, como era de esperar, a la primera de cambio, se han visto sacudidos por las subidas de tipos. La globalización del sistema financiero ha hecho el resto. Así, el fuerte repunte de morosidad de este segmento ha tenido consecuencias globales por las pérdidas que han generado en diversas colocaciones de deuda que utilizaban como colateral los créditos hipotecarios de alto riesgo en EE UU.

Muchos bancos, aprovechando la creciente sofisticación financiera, han utilizado nuevos instrumentos para sacar de sus balances todos los créditos hipotecarios que podían titular, lo que ha dado lugar a una serie de obligaciones -cédulas hipotecarias o CDO o CLO, entre otros- respaldadas por activos empresariales e hipotecarios agrupadas en diversos tramos de riesgo según su clasificación crediticia. Es decir, los bancos empaquetaban la deuda buena con la mala, la vendían y así podían seguir prestando sin incumplir los requisitos de capital. Las alarmas han saltado cuando la caída de estos activos por los impagos ha impedido que ofrezcan la rentabilidad deseada para los fondos, bancos o inversores que se hicieron con ella.

‘Esta crisis ha sacado a la luz que la deuda estructurada no es tan buena porque es opaca y poco líquida. Se trata de un traje a medida. Si la compras sólo la puedes devolver al que te la ha vendido pero a qué precio’, explica José Carlos Díez, economista jefe de InterMoney. Una situación que explica la falta de compradores de estos activos, los mercados sin precios y los problemas para las entidades que los poseen. BNP Paribas sin ir más lejos se vio obligada a suspender tres fondos al no poder valorar los activos que poseía.

Conocer la dimensión real de la crisis se presenta, por tanto, como la principal incógnita en el momento actual. La publicación de los resultados del sector bancario que comenzará en EE UU a final de mes ayudará a resolver algunas dudas. ‘Permitirá conocer el valor de la cartera de los activos que poseen a precios de mercado y el volumen de préstamos concedidos que ahora no se pueden colocar’, añade Díez.

La publicación de indicadores económicos será otra fuente de información clave, aunque de momento apenas han ayudado a clarificar el impacto real de la crisis en la economía. ‘Bien porque los indicadores resultan negativos como la caída mayor de lo esperada de viviendas iniciadas -cayeron el 6,1% en julio frente a la subida del 2,1% de mayo- o bien porque los positivos se consideren obsoletos’, comenta José Luis Martínez Campuzano, estratega de Citi en España.

Hasta que estas dudas se resuelvan los bancos centrales han dejado clara su disposición a impedir males mayores mediante la aportación de fondos al sistema. Las inyecciones de liquidez millonarias que han realizado a nivel mundial en los últimos días han tratado de tranquilizar los nervios del mercado y garantizar el buen funcionamiento del mercado monetario. Actuaciones que se produjeron a raíz de la alarma suscitada la semana pasada por el fuerte repunte de los tipos de interés del mercado interbancario. En Europa el tipo diario llegó a superar el 4,6%, cuando generalmente se encuentra tan sólo entre 7 y 10 puntos básicos por encima de la tasa oficial, actualmente en el 4%. Esta distorsión evidenciaba la reticencia de algunos bancos a prestarse dinero entre sí, bien por desconocer en manos de quien está esa deuda mala o bien al anticipar pérdidas y preferir estar con la caja llena.

Pese a lo que está cayendo muchos expertos encuentran motivos para quitar hierro a la situación y recuerdan que la atención del mercado puede volver a centrarse en los fundamentales una vez pase el nerviosismo. ‘La Reserva Federal ha estimado las pérdidas derivadas de las hipotecas de alto riesgo entre 15.000 y 100.000 millones de dólares. Es una cifra elevada pero en el peor de los casos representa menos del 1% del PIB de EE UU. El problema es que no se sabe quién tiene estas pérdidas, pero se puede solucionar si los afectados no las esconden y los bancos centrales actúan’, comenta Simon Ward, economista jefe de Newstar.

Si las cosas empeoran, por tanto, la Reserva Federal, además de las inyecciones de liquidez que ya ha realizado o el recorte del tipo de descuento que cobra a los bancos realizado del viernes como respuesta

al fuerte deterioro de las condiciones crediticias, todavía tiene un as en la manga y podría bajando los tipos de interés oficiales por sorpresa como hizo tras los atentados terroristas del 11 de septiembre. Los futuros, de hecho prevén ese recorte de emergencia. Una actuación que obligaría al BCE a seguir su estela a no ser que se quiera enfrentar a una divisa más fuerte que ponga en peligro las exportaciones.

Está por ver, por tanto, si el BCE puede realmente mantener su promesa de subir los tipos en la reunión de septiembre. Algunos expertos consideran que si no lo hace perdería autoridad. 'Si no los sube enviaría al mercado la señal de que premian a aquellos que realizan apuestas arriesgadas', explica Buzaré: los famosos hedge funds, entre otros. Pero ante el nerviosismo actual todo es posible, más aún si la Fed mueve ficha.

El regreso a los fundamentales económicos, por tanto, no parece tan descabellado si los bancos centrales pueden controlar la situación. 'Las empresas ganan dinero y la tasa de impago es baja. No parece que se pueda derivar en una recesión', explica John Ip, economista de Morely Fund Management.

Standard & Poor's aplaude las últimas actuaciones de los bancos centrales, recalca y encuentra que los tres motores del mercado aún ofrecen soporte. 'Los resultados del segundo trimestre han sorprendido al alza, el ciclo de fusiones y adquisiciones se fundamenta principalmente en las propias empresas y no en el capital riesgo, y la liquidez global no se acaba gracias a los flujos de los mercados emergentes y los petrodólares'. De todos modos hay que prepararse para la volatilidad hasta que se pueda cuantificar el alcance real de la crisis.

Apoyos:

Destacado: Similitudes y diferencias con la crisis del 98

La gran depresión que sucedió al desplome de otoño de 1929 es el episodio más cruento dentro del capítulo de crisis financieras que se han vivido a nivel mundial. Los errores cometidos entonces han ayudado a mitigar crisis posteriores pero no siempre se ha evitado la recesión. Está por ver si en esta ocasión las intervenciones de las autoridades monetarias permiten que regrese la normalidad a los mercados sin excesivas turbulencias. El crac del 1987 o la crisis generada por los problemas del hedge fund Long Term Capital Management se solucionaron con la ayuda de la Reserva Federal. Algo que las bajadas de tipos practicadas tras el estallido de la burbuja tecnológica en 2001 y como respuesta a la crisis del ahorro y crédito de 1989 y 1990 no lograron. La buena noticia es que hoy el escenario se acerca más los dos primeros.

El LTCM. Un análisis de la crisis ocurrida en 1998 es inevitable por su similitud a la actual. El descalabro del hedge fund LTCM por su exposición a la deuda rusa fue el detonante. Este fondo utilizaba el apalancamiento y trataba de beneficiarse de estrategias de arbitraje para sacar rentabilidad, a la vez que transfería el riesgo a terceros. La suspensión de pagos decretada por Rusia en 1998 le dio de lleno provocando pérdidas en cadena a otros bancos occidentales y destacando la inseguridad en el mercado financiero mundial. Se produjo una huida de liquidez masiva que agravó más las pérdidas y azotó a los mercados. En un mes el LTCM perdió 1.850 millones de dólares, casi la mitad de su capital. La Reserva Federal tomó cartas en el asunto. Organizó una reunión con los principales financiadores del LTCM, que aportaron 3.625 millones de dólares, prácticamente el capital perdido. También bajó los tipos de interés en dos ocasiones. Los mercados se recuperaron del descalabro en tres meses y la crisis se convirtió en una oportunidad de compra.

En forma. Pese a las similitudes con la crisis de liquidez de 1998, la actual presenta algunas diferencias que llevan al optimismo. Las empresas están en mucha mejor forma que en 1998, las valoraciones son más baratas en relación a los bonos, el crecimiento global está mejor distribuido y la economía es más flexible. En las crisis anteriores el foco se originó en países emergentes cuando hoy disfrutaban de un crecimiento sostenible y gobiernos estables. Por otra parte, un claro ejemplo de la buena salud de los balances de las empresas es su política de recompra de acciones, acentuada en las últimas semanas, y en niveles cercanos a los máximos de hace 20 años. Además, los bancos tienen estructuras de capital sólidas y han podido diversificar los riesgos, según Credit Suisse. Motivo que lleva a esta firma a sobreponderar la renta variable. Goldman Sachs recuerda, además, que los bancos cayeron un 40% en 1998 frente al 20% que se dejó el mercado, cuando hoy en Europa el sector cae el 7,1% frente al 1,6% que cae el índice general. Por lo que no descartan que lideren el rebote.

Incertidumbre. Una de las incertidumbres de la crisis actual en relación a la de 1998 es que el detonador del problema, las hipotecas de alto riesgo en EE UU, lejos de mejorar en el corto plazo como ocurrió en Rusia -el país logró recuperar la solvencia con rapidez- probablemente se convertirán en un foco de noticias negativas. La deuda referenciada a estos activos, además, está repartida a nivel mundial y mientras esto es positivo porque mitiga la exposición individual, también aumenta la incertidumbre sobre la magnitud del problema. Los expertos no descartan que las firmas de calificación crediticia opten por rebajar nuevos productos financieros respaldados por activos inmobiliarios, lo que podría acelerar los problemas si los bancos se ven forzados a vender y nadie quiere comprar. Para que ese crédito dudoso reciba algún tipo de soporte sería necesario un recorte de tipos de interés por parte de la Reserva Federal, señalan algunos expertos.

La inflación. La evolución de la inflación es una de las grandes incógnitas que ayudará a marcar las decisiones de la Reserva Federal. El IPC subyacente ha caído desde el 2,9% del pasado septiembre al 2,2% en julio pero la Fed lo sigue viendo como su principal preocupación. El problema para algunos expertos, como los de ABN Amro, es que las condiciones económicas actuales aún no justifican un recorte. 'La inflación es más problemática que en 1998, los mercados no han caído tanto y los spreads de crédito se han normalizado', por lo que consideran que sería necesario ver un deterioro adicional de los mercados para ver un recorte de tipos de interés antes de la reunión del 18 de septiembre. 'En ese momento la Fed podrá valorar mejor la persistencia del nerviosismo crediticio y su impacto en las perspectivas económicas'.

Poco impacto. Pese a los riesgos los expertos encuentran que hoy la posibilidad de una contracción del crédito en toda regla es escasa. Los consumidores afectados por la crisis hipotecaria en EE UU sólo representan una décima parte del gasto en consumo anual en EE UU y de momento los bajos niveles de desempleo son un buen síntoma.

Destacado: Las compras apalancadas y sus implicaciones

Las fusiones y adquisiciones realizadas a través de compras apalancadas son otro foco de incertidumbre. Tanto que el BCE le ha dedicado un capítulo entero en su último informe mensual. La autoridad monetaria tranquiliza algo. Comenta que la exposición directa de la banca europea a este tipo de transacciones es 'reducida' -menos del 1% de su balance- ya que la mayor parte del riesgo derivado de estas operaciones se ha transferido a terceros.

'El riesgo para la estabilidad del sistema dependerá fundamentalmente de los sistemas de protección de los bancos implicados y su relevancia en el mercado interbancario'. Especialmente si se ven forzados a asumir montañas de deuda de operaciones ya en marcha imposibles de colocar ahora. Otro impacto, indirecto, podría darse si los tenedores de esta deuda no son capaces de asumir las pérdidas.

El parón de actividad en este segmento y la consiguiente merma de ingresos por comisiones es otro riesgo para la banca. Eso sin contar las pérdidas que sufran por sus participaciones en fondos que inviertan en operaciones apalancadas, comenta el BCE.