

La amenaza del contagio

viernes, 28 de diciembre de 2018

El gran tamaño del sistema financiero está dando señales de una crisis global de liquidez en el futuro, así como una crisis económica mucho peor que la del 2008...

Toda crisis es siempre más grande que la anterior. Y en un sistema complejo y dinámico como el de los mercados de capitales, el riesgo es una función exponencial relacionada a la escala del sistema. La creciente extensión de los mercados se relaciona directamente con colapsos económicos cada vez más grandes.

Jim Rickards *

Hoy en día el riesgo sistémico es más grande que nunca. Los bancos "demasiado grandes para caer" son, en efecto, más grandes de lo que jamás han sido, a la vez que tienen un mayor porcentaje de activos totales del sistema bancario. Asimismo, cuentan con derivados financieros aún mayores en sus libros.

Para comprender bien el riesgo de contagio, imagina el marlín de la novela de Hemingway "El viejo y el mar".

El marlín comenzó siendo un trofeo de pesca atado a un lado del bote de un pescador, Santiago.

Sin embargo, el animal despedía sangre por el agua. Esto causó que todos los tiburones a kilómetros a la redonda atacaran al marlín. Cuando Santiago llegó a la orilla, no quedaba nada del marlín salvo su pico, su cola y sus huesos.

Cuando estos dos tipos de contagio convergen, nace un peligro aún mayor para los mercados. Esto ocurre cuando las pérdidas de éstos se filtran hacia los mercados en general, haciendo que las pérdidas generen tradings sistemáticos en contra de un instrumento o fondo de cobertura específico.

Una vez que ese instrumento o fondo quiebra, las pérdidas crediticias se esparcen hacia un grupo más amplio de fondos similares, haciendo que caigan bajo sospecha a raíz de lo sucedido. Poco después llega una crisis de liquidez de la extensión del mercado entero en la que "todo el mundo quiere que le devuelvan su dinero".

Esto fue exactamente lo que ocurrió durante la crisis Rusia-Long Term Capital Management (LTCM) en 1998. En agosto de ese año, se dio una crisis de liquidez que involucraba una amplia clase de instrumentos. Sin embargo, para septiembre, el desprecio del público estaba dirigido específicamente hacia LTCM.

Fue una crisis monetaria internacional que comenzó en junio de 1997, se esparció hacia Indonesia y Corea, América Latina y, finalmente, llegó a Rusia en agosto de 1998. Fue exactamente lo mismo que dominós cayendo.

LTCM no era un país, aunque si hablamos de su presencia financiera, sí tenía el tamaño de uno.

Yo estuve justo en el epicentro de este derrumbe. Era el asesor general de la firma. Negocié de primera mano el rescate. Este rol es importante porque realmente tuve asientos de primera fila para ver la crisis.

Estuve en el salón de negociaciones de una firma legal en Nueva York. Ahí había cientos de abogados. El fondo de rescate de LTCM estaba compuesto por 14 bancos. Asimismo, había otros 19 bancos en un complejo crediticio no asegurado de US\$ 1.000 millones. En la reunión había funcionarios del Tesoro, de la Reserva Federal y de otros segmentos del gobierno, así como oficiales de Long-Term Capital, nuestros asociados.

Era una manada poderosa de abogados, pero yo era esencial en uno de los lados del acuerdo, ya que tuve que coordinar todo lo que ocurriría con mi parte del trato.

Se trataba de un acuerdo de US\$ 4.000 millones en efectivo que preparamos en 72 horas sin ninguna investigación previa. Cualquiera que alguna vez haya recaudado capital para su compañía, o que haya hecho acuerdos de este estilo, se puede imaginar lo difícil que fue hacer que tres bancos te hagan un cheque de US\$ 4.000 millones en solo tres días.

La presión sistémica sobre LTCM se mantuvo hasta que el fondo estuvo al borde de la bancarrota. Sin embargo, si Long Term Capital en efecto quebraba, y estaba encaminada a eso mismo, los US\$ 1,3 billones en derivados habrían recaído en Wall Street. Entonces la realidad es que Wall Street se rescató a sí misma.

La crisis de 2008 fue una versión aún más extrema que la de 1998. Estuvimos a días, sino que es horas, de un colapso secuencial de cada uno de los bancos importantes del mundo. Claro que el desastre de 2008 se había originado de las hipotecas sub-prime. Pero como sabrás, esto pronto se esparció hacia obligaciones de pago que emanaban de toda clase de fondos de mercado monetario, así como a los papeles comerciales bancarios de Europa.

Imagina de nuevo los dominós. ¿Qué fue lo que ocurrió en ese entonces? Hubo una crisis bancaria. La diferencia, es que en 2008 Wall Street no rescató un fondo de cobertura; en vez de eso, los bancos centrales rescataron a Wall Street.

Como dije hace un momento, el riesgo sistémico actual es mucho mayor de lo que jamás fue. Todas las crisis son peores que la anterior. Los bancos "demasiado grandes para caer" son más grandes que nunca, tienen un mayor porcentaje de los activos totales del sistema bancario y sus libros de derivados son mucho más grandes.

En este momento pienso que la próxima crisis comenzaría a partir de los bonos basura. Sin embargo, también podría originarse en el mercado de deuda de bancos privados. El culpable específico de este tipo de deuda sería algo llamado deuda "convertible contingente", o CoCos en inglés.

Estos bonos nacen como deuda común, pero luego un banco en situaciones difíciles convierte esa deuda en capital a fin de mejorar sus ratios de capital. El problema es que los tenedores de bonos saben esto, y comienzan a vender sus bonos antes de que el banco pueda aprobar definitivamente las cláusulas de conversión.

Esto puede causar una corrida contra el banco, lo que desencadenaría otras cláusulas de default cruzado en otros bonos. Lejos de sumar seguridad a las estructuras de capital de estos bancos, los CoCos pueden hacer de las entidades bancarias más inestables debido al incremento en el riesgo de pánicos.

Este es solo un ejemplo de la complejidad de los mercados de capital, y es una señal de que la próxima crisis será peor que la pasada.

Además de esto, los nuevos algoritmos automatizados de trading, como las técnicas de alta frecuencia usadas en la Bolsa, bien podrían agregar liquidez en tiempos normales. Sin embargo, tal liquidez desaparecería instantáneamente ni bien comiencen problemas en el mercado. Y una vez que los catalizadores se desencadenan y comienza la crisis, las dinámicas impersonales cobran vida propia.

Los derrumbes súbitos e inesperados como éste, que parecen surgir de la nada, coinciden a la perfección con las predicciones de la teoría de la complejidad.

En sistemas dinámicos complejos, como es el caso con los mercados de capital, el riesgo es una función exponencial que nace desde el tamaño del sistema. La creciente escala del mercado se relaciona con colapsos de mercado exponencialmente mayores. Esto quiere decir que un sistema más grande se traduce en una crisis de liquidez global en el futuro, así como una crisis de mercado mucho mayor que la crisis de 2008.

La capacidad de los bancos centrales para lidiar con la nueva crisis está sumamente restringida por tasas de interés bajas, así como balances inflados que, a pesar de que se han estado acercando a la normalización, aún no han podido regresar a la normalidad desde la última crisis.

De momento, no está claro cuál será la próxima ficha de dominó en caer. Los mercados siguen en una posición precaria, y la volatilidad ha vuelto a escena. Sin importar qué dirección tomen los mercados desde aquí, los ejemplos pasados de contagio son recordatorios aterradores de nexos secretos en los mercados de capital modernos.

Puede que la próxima vez no seamos tan afortunados

Este año ya experimentamos una corrección. Pero la próxima baja podría convertirse en un desplome del 30 % o 40%. Las condiciones están dadas. Los inversores se dicen a sí mismos que serán lo suficientemente inteligentes para salir a tiempo y evitar el daño. Eso, no obstante, no es cierto. El derrumbe será demasiado rápido.

No puedes esperar a que se dé el próximo sacudón de las acciones, porque para entonces será demasiado tarde. No podrás sacar tu dinero del mercado a tiempo, ya que todo el mundo estará corriendo hacia la salida.

Lo que los inversores pueden hacer para solucionar este problema es tener activos fuera de los mercados tradicionales, así como fuera del sistema bancario.

Recomiendo empezar con el oro.

* Para El Inversor Diario, desde Portsmouth, New Hampshire