

## **¿Del “Conundrum de Greenspan” a un “Conundrum Corporativo”? Una Nueva Era del Crédito Barato.**

POR GADI SLAMOVITZ\*

**Lo que en estos años ha sido extrema bonanza para los gobiernos de las economías emergentes, puede transformarse en una extrema bonanza para el sector privado corporativo tanto de economías emergentes como de empresas de alto riesgo. La alta liquidez internacional que generó un descenso en las tasas de interés mundiales y en las primas de riesgo –*spreads*- principalmente emergentes, puede estar empezando a mudar sus preferencias hacia sectores corporativos, generando una nueva era de bajos costos para el capital accionario. Lo que hasta ahora fue el “Conundrum” sobre las inusuales bajas tasas de interés, podrá convertirse en un “Conundrum” sobre los bajos costos del capital corporativo. ¿Será esta la oportunidad para los mercados de capitales subdesarrollados?**

### **El “Conundrum de Greenspan” y la liquidez internacional**

En febrero de 2005, Alan Greenspan, quien presidía la Reserva Federal de los Estados Unidos, dictó un discurso en el cual advirtió que se estaba viviendo un “Conundrum” en las tasas de interés norteamericanas. Esto se debía a que si bien la Fed se encaminaba hacia su segundo año consecutivo de apretón monetario (subiendo la tasa de referencia – Fed funds-), las tasas de largo plazo no acompañaban esa misma suba, sino que se mantenían inusualmente incambiadas.

La causa principal que gestaba este fenómeno era la abundante liquidez internacional que procuraba bonos del tesoro norteamericano de largo plazo, y ello conducía a un descenso de las tasas de interés que pagaban estos instrumentos (simplemente por la ley de oferta y demanda).

Esta liquidez que ha venido inundando al mundo de dólares, se ha visto reflejada en tasas de interés internacionales históricamente bajas, así como un notable descenso en las primas de riesgo para las economías emergentes, a la vez que se ha producido un extraordinario aumento en el precio de los commodities (todos efectos que han conducido a la bonanza actual en los países emergentes).

Como es sabido, el gran ahorrador a nivel mundial ha sido China que ha desarrollado un proceso creciente de integración a las corrientes globales de comercio. Este inmenso y nuevo ahorrador global ha acumulado reservas internacionales en la forma de bonos del tesoro norteamericano de largo plazo, cuyo objetivo principal ha sido no permitir apreciar su moneda frente al dólar para favorecer a su sector exportador. Sin embargo, mantener ese ahorro bajo la forma de bonos estadounidenses ha tenido un inmenso costo de oportunidad: el de invertir en activos más rentables tendiendo a la eficiencia en el manejo de las reservas. Es por esta razón que en el transcurso de este año, las autoridades han decidido instaurar un fondo soberano para el manejo eficiente de sus reservas internacionales.

### **Fondos soberanos -sovereign wealth funds-**

Los fondos soberanos son entidades gubernamentales cuyo objetivo es el manejo eficiente del exceso de reservas internacionales que posee un país. El gobierno chino ha lanzado una política de diversificación de sus reservas, y de hecho la inversión china en el mes de abril fue una vendedora neta de bonos del Tesoro norteamericano (por primera vez desde octubre de 2005).

Si bien la estrategia de diversificación de las reservas chinas es promovida por un eficiente manejo del portafolio gubernamental, es claro que de comenzar a gestarse el proceso de desprendimiento de bonos estadounidenses, se dará de forma muy gradual para evitar grandes pérdidas en su portafolio (no “vender barato”) y al mismo tiempo no generar presiones alcistas sobre la moneda local (el Yuan).

### **El camino hacia un “Conundrum” corporativo**

Desde hace unos años a la actualidad hemos asistido a una era de financiamiento barato. Las tasas de interés que rigen en la actualidad se encuentran en mínimos históricos. En mi última columna (Inestabilidad latente: turbulencias financieras globales), hacía mención a un episodio que si bien fue pequeño, sus implicancias pueden ser extremadamente importantes a nivel financiero mundial: el aumento de las tasas de interés de largo plazo de los bonos del tesoro norteamericanos. Varias preguntas habían quedado planteadas, como ser el efecto de un cambio en la composición del portafolio de las reservas chinas, y he intentado buscar una explicación a sus eventuales repercusiones.

Es posible que el proceso de desprendimiento de los títulos norteamericanos comience a gestarse por parte de los fondos soberanos a nivel mundial, y que esto promueva una tendencia alcista en las tasas de interés de referencia a nivel internacional. Sin embargo, un efecto de importancia sustantiva es el que podrá tener sobre el mundo corporativo. De confirmarse la tendencia de los gestores de estos fondos a volcarse hacia la inversión en activos financieros, estaremos ante la presencia de un nuevo “Conundrum”, el de la era de bajos costos de capital para el sector corporativo.

Este fenómeno traerá aparejado una serie de oportunidades y amenazas. Por un lado, las oportunidades para un acceso al crédito más amplio para el sector corporativo, fundamentalmente los de alto riesgo que son quienes tienen el acceso más restringido. La oportunidad más importante estará en si este fenómeno tendrá la capacidad de fomentar el desarrollo de mercados de capitales poco avanzados, como ser los de varias economías emergentes. Por el otro lado, las amenazas se circunscriben en los temores asociados a un descenso en los requerimientos de calidad crediticia que pueda generar una serie de turbulencias que golpeen al sistema financiero.

\*GEconomics Blog: [geconomics.wordpress.com](http://geconomics.wordpress.com)