

From: Martin Anidjar <manidjar@baffinadvisors.com>
Subject: **Baffin Update - No es 2008**
Date: August 9, 2011 9:10:13 AM EDT
To: Martin Anidjar <manidjar@baffinadvisors.com>

Estimados,

Una vez más, desafortunadamente, los eventos en los mercados ameriten unas líneas. Intentaré ser muy conciso.

Para intentar racionalizar la caída de los mercados de ayer, como también la del jueves pasado, es necesario diferenciar entre riesgos / fundamentals por un lado, y miedos / psicología de mercado por el otro. Hasta hace una semana los mercados operaban como suele ser usual, sobre 'fundamentals', pronósticos de crecimiento, pronósticos de ganancias, factores de riesgo, etc. Desde hace una semana el mercado parece dominado por miedos, pánico, liquidaciones forzadas, etc. A primera vista uno podría decir que esta es una distinción facilista, un esquema para poder explicar casi cualquier cosa. No sería una crítica sin algún mérito. Pero 2 caídas de más de 5% en 3 días no reflejan cambios en las perspectivas de crecimiento del mundo, o la rentabilidad de las empresas, especialmente dadas las caídas anteriores. Los mercados dominados por la psicología son mercados donde se genera un círculo vicioso, en el cual todos esperan que los demás sigan vendiendo porque creen que todos venden. Se coordinan expectativas en forma negativa. Ese tipo de mercados solo duran y se genera una crisis como la del 2008 si las razones subyacentes son suficientes para una crisis, y los errores de política económica (en el caso del 2008, falta de reacción a tiempo, llegando siempre tarde con poco) no logran superar los factores negativos. De no haber razones subyacentes fundamentales que ameriten tal círculo vicioso, la estabilidad y una recuperación subsiguiente son muy probables. En síntesis, esa es aún nuestra visión sobre lo que estamos viviendo. La reacción del Banco Central de Europa (comprando deuda de Italia y España) no soluciona el potencial problema de solvencia de tales países, sino que apuntan a darle un shock de confianza al mercado para evitar un círculo vicioso. Algo parecido podría pasar hoy a la tarde en USA con la Fed, y los anuncios esperados de flexibilidad en su intervención.

¿Cómo distinguir un mercado basado en datos y fundamentals con uno dominado por el miedo y quizás despegado de los datos? No hay respuesta obvia o rigurosa. Pero hace una semana pasamos de un mundo donde nos preocupaba la desaceleración económica, la lentitud con la que parecía manifestarse una recuperación, y el voto sobre el techo de deuda de USA, a un mundo en el que la falta de liderazgo de los políticos en el G7 es el punto central, donde las caídas fuerzan mas ventas, y donde algunos Hedge Funds liquidan posiciones dadas las pérdidas que han soportado. Cuando la dinámica de mercado se torna tan negativa como ha ocurrido (especialmente el jueves pasado y ayer lunes), suele ser necesario un shock de confianza, un evento que coordine expectativas hacia lo positivo. En general, lo único que satisface esa condición es un gran anuncio de política económica, que en el mundo de hoy se materializa como una acción coordinada por Bancos Centrales o Tesorerías de los países mas grandes (o influyentes, aun el G7). Algo de eso tuvimos el fin de semana, con el anuncio del G7 y las subsiguientes compras de deuda por el BCE. Hoy tenemos posibles anuncios de la Fed. Faltan algunos días para juzgar si esta funcionando, especialmente considerando que la caída de la calificación de USA es un evento realmente histórico, nuevo, que altera la estructura interna del mercado de deuda.

Un tema que pensamos mucho estos días, que merece un tratamiento mas extenso y elaborado, es la pregunta: ¿Es la deuda de los PIIGS (Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España) equivalente al sub-prime de USA en el 2008? ¿Es decir, estamos a las puertas de una crisis similar? Pensamos que no, y aquí fundamentamos nuestras razones en forma concisa:

- en pocas palabras, el paralelo sería: en el 2008 tuvimos una crisis bancaria que comienza con el deterioro de un activo importante (deuda hipotecaria, especialmente en USA); hoy tenemos la posibilidad de una crisis bancaria en Europa, por el activo en deterioro que significa la deuda de los PIIGS.
- pensamos que hay algunas diferencias fundamentales que separan ambos casos
- en el 2008, aunque el tamaño total de hipotecas era conocido, el verdadero problema era la maraña de derivados y productos estructurados que se habían generado sobre aquel stock de hipotecas. Recordemos que a partir de un mismo pool de hipotecas, después de estructurarlos y separarlos en diferentes estamentos de 'seniority' (subordinación), que se revendían, aparte se generaban derivados sobre tales 'tranches', sin límites relativos al tamaño original. La complejidad y cantidad de tal generación de derivados sobre las hipotecas una vez estructuradas en carteras había llegado a un nivel tal que se encontraban posiciones de tal tipo en bancos de todo el planeta. Parte de este fenómeno fue alimentado por la calificación que recibía cada 'tranch' de hipotecas, por ser un pool diversificado de activos. Hubo casos en los que se empaquetaban y calificaban, con las mejores tranches recibiendo AAA, y a las pocas semanas ya estaban en default tantas hipotecas que las porciones AAA ya tenían pérdidas.
- hoy en Europa se sabe cuanto es la deuda de los PIIGS, quienes la tienen. Aunque hay un mercado de CDS (credit derivatives) sobre tal deuda, es un mercado mucho mas simple y con un posible cálculo de exposiciones. No hay una maraña de estructuración por encima. A pesar que las calificadoras pueden cometer errores al calificar a los países, no ha habido una

carrera de generar y vender productos basados en calificaciones ilusorias. Más aún, es factible calcular la capacidad de pago de los deudores subyacentes (los países o sus empresas) en diferentes escenarios.

- en el 2008 el tamaño del problema, gracias a la estructuración y derivados, había alcanzado a casi todas las instituciones financieras del mundo desarrollado, aparte de compañías de seguros y fondos. La dificultad de entender quién tenía qué, y cuanto valía, era el problema mas importante, que genero la crisis de confianza en el sistema, dado que nadie sabía si estaba operando (prestándole) a una institución que no valía nada por la exposiciones a tales derivados. Hace meses que circulan análisis con la posición de cada banco europeo en cada uno de esos países, en términos de deuda gubernamental y empresaria.

- el nivel de apalancamiento en el sistema financiero es hoy mucho menor, y la recapitalización de los bancos ha ocurrido en gran medida. El apalancamiento es menor no solo en los bancos, sino también en la comunidad de Hedge Funds. Esta es una diferencia muy importante.

- Hay muchísimas diferencias más, pero éstas son la esencia del argumento.

¿Qué nos preocupa?

La única dimensión donde tenemos dudas es en la capacidad de reacción de política económica. En el 2008 la gravedad de la crisis se debió en gran medida a la lentitud e insuficiencia de la reacción de política económica en cada uno de los momentos relevantes. Hoy se felicita a Bernanke y otros por su reacción y por haber evitado una gran depresión. Es verdad que al final la respuesta fue importante, evito una gran depresión, y generó la recuperación (especialmente hacia Feb/Marzo 2009). Pero durante el 2008 la falta de coordinación, lentitud e insuficiencia de cada respuesta tuvo mucho que ver con la virulencia de la crisis. Es verdad que en algunas encrucijadas, las opciones eran casi imposibles; como cuando la crisis de liquidez de AIG hace que el gobierno deje caer a Lehman para ocuparse de AIG.

Las diferencias entre el mundo de hoy y el 2008 que intentamos explicar nos hacen pensar que hay mas grados de libertad a la hora de la respuesta de política económica.

Otra cosa que nos preocupa es la situación del Bank of America. El precio de su acción ha perdido casi 40% en un mes, casi 50% en 3 meses (ayer 20%). En gran medida las caídas se deben a la conjunción de varias demandas sobre la institución con respecto al mercado de hipotecas en el 2008/2009, con resultados que no repuntan como en las demás instituciones. Es uno de los 2 bancos mas grandes de USA. Si estas caídas llevan a una pérdida de confianza en la institución, estaríamos frente a un problema nuevo e importante, para el cual la Fed tendría que elaborar una respuesta que hoy nadie tiene en sus escenarios base.

Conclusión

Todavía pensamos que los datos económicos, ayudados por las acciones del BCE y la Fed, alcanzarían para estabilizar los mercados y permitir que la lenta recuperación económica continúe. Aunque analizamos y reaccionamos en el corto plazo, es importante mantener la mirada en el mediano plazo. Seguimos muy de cerca lo que ocurre. Hemos hecho reducciones en la exposición a acciones en los portafolios en los últimos días, que parcialmente mitigan el impacto de estos mercados. No sería sorprendente vivir un rebote en estos días, que puede ser solo un rebote transitorio. Lo importante es seguir los datos económicos, la dinámica de mercado, y las respuestas de política económica.

Saludos,

Martin Anidjar

Baffin Advisors LLC

Tel. (914) 371-2992

Fax (914) 371-6742

Email manidjar@baffinadvisors.com

Web www.baffinadvisors.com