

2007 10 El carry trade y la actual crisis financiera Michael M.H. Lim

N° 173 (setiembre-octubre 2007)

La volatilidad de los mercados financieros causada por la llamada crisis subprime se vio agravada por el carry trade, una práctica especulativa que consiste en tomar préstamos en una divisa con bajo tipo de interés e invertir en otra divisa o instrumento financiero que ofrezca un rendimiento mayor.

La era del capitalismo financiero ha eclipsado a la era del capitalismo productivo. La cantidad de activos financieros poseídos en todo el mundo y el volumen de transacciones financieras internacionales, desde acciones y bonos hasta cambios de moneda y canjes financieros, empujaron las medidas tradicionales de capital nacional. Según el McKinsey Global Institute, la relación entre los activos financieros y la producción mundial anual se triplicó al pasar de 110 por ciento en 1980 a 316 por ciento en 2005. Aún más asombroso es el volumen de las transacciones financieras: se estima que el valor en circulación de los canjes de tipos de interés y de divisas y las opciones sobre tipos de interés llegó a 286 billones de dólares (cerca de seis veces el producto mundial bruto, y 82 veces el valor de 1990, de 3,5 billones de dólares). Hoy en día, los tipos de cambio están más determinados por el comercio especulativo que por el movimiento subyacente de bienes y servicios.

La explosión de transacciones y activos financieros ha beneficiado principalmente a los grandes actores de los mercados (el año pasado, tres administradores de fondos de cobertura involucrados en el mercado de las hipotecas subprime ganaron cada uno mil millones de dólares por concepto de remuneración y bonificaciones), con algún efecto de goteo hacia la clase media, pero ha generado enormes riesgos e inestabilidad en el sistema financiero. Hoy en día, los mercados financieros se bambolean a causa del riesgo creado por diferentes tipos de instrumentos y derivados financieros, dos de los cuales son el carry trade y los préstamos hipotecarios subprime, vinculados a las obligaciones de deuda con garantía secundaria.

La desregulación y liberalización del sistema financiero, que comenzó por Estados Unidos y fue luego impuesta a otros países, la revolución tecnológica de la informatización y las laxas políticas monetarias de los bancos centrales, principalmente de Estados Unidos y Japón, crearon una enorme liquidez en el sistema financiero mundial. Esto estimuló la introducción de todo tipo de nuevos instrumentos y creó aún más interdependencia entre los mercados financieros. El dinero tomado en préstamo en una moneda puede fácilmente transferirse o invertirse en cualquier otra moneda o instrumento, en un instante y por miles de millones. Las dimensiones de los mercados de divisas son tan grandes que los comerciantes de divisas han inventado su propio lenguaje: para ellos, 1 significa 1 millón, y 1 yarda significa mil millones.

El carry trade Imagine que usted puede pedir dinero utilizando su tarjeta de crédito, con cero interés, y después invertirlo a plazo fijo y ganar los intereses. Cuando vence el período de cero interés de la tarjeta de crédito, usted debe reembolsar el préstamo o, mejor aún, transferirlo a una nueva tarjeta. Esta práctica se conocía en inglés como stoozing y llegó a ser muy popular en Estados Unidos, hasta que los emisores de tarjetas de crédito comenzaron a cobrar un cargo por transferencia de balance.

Los banqueros y los especuladores financieros hacen lo mismo cuando toman dinero prestado en una divisa con intereses bajos o nulos -como pasó hace algunos años con el yen- y luego lo invierten en fondos en otra divisa o en instrumentos con mayores rendimientos, y ganan la diferencia. Pero esta práctica tiene un nombre que suena más respetable: en los círculos financieros se conoce como carry trade, y es más riesgosa porque conlleva riesgos monetarios. Cualquier ganancia obtenida de la diferencia de tasas de interés puede anularse fácilmente si el yen se aprecia significativamente. Este riesgo se amplía si la transacción es apalancada, como suele ocurrir.

En el caso más simple, los especuladores e inversores toman yenes en préstamo a una tasa de 0,5 por ciento e invierten en bonos del Tesoro estadounidense a cinco por ciento, con lo que ganan un diferencial de 4,5 por ciento. En teoría, se supone que esto no debe ocurrir, dado que la diferencia de tasas de interés entre las dos divisas es igual a la diferencia entre los tipos de cambio al contado y a plazo de ambas. En otras palabras, el diferencial de los tipos de interés es teóricamente contrarrestado por la apreciación del yen sobre el dólar en el mismo período. Sin embargo, en un mecanismo perverso, la práctica de tomar préstamos en yenes presiona el valor del yen a la baja. Además, una confluencia de factores en Japón, desde una alta tasa de ahorro hasta la política gubernamental de reactivación económica mediante exportaciones baratas, resultó en un yen subvaluado y un entorno de bajos tipos de interés. Tradicionalmente, el yen ha estado subvaluado, y la relativa estabilidad del diferencial de los tipos de interés entre el yen y otras divisas ha permitido a los inversores gozar de los beneficios del carry trade por largo tiempo. El yen japonés es considerado la moneda más subvaluada, aún más que el renminbi o yuan, la moneda china. Se estima que el yen está cuarenta por ciento subvaluado frente al euro.

Para aumentar su rédito, los inversores pueden invertir en bonos, acciones, bienes raíces, préstamos hipotecarios subprime o cualquier otro instrumento. En resumen, el carry trade se ha transformado en la principal fuente de fondos de bajo costo para el mundo. El dinero tiene destinos muy disímiles, desde acciones de Wall Street hasta hipotecas inmobiliarias y acciones y bonos de mercados emergentes. El carry trade del yen amplía las distorsiones ya graves de la economía mundial, porque el exceso de liquidez de Japón sustenta la inflación y las burbujas de activos en todo el mundo.

Entre los actores del carry trade se cuentan ciudadanos japoneses que prefieren invertir en bonos extranjeros a hacerlo en depósitos bancarios en su país, fondos de pensión, fondos de seguros y bancos japoneses que hacen lo mismo y, por supuesto, fondos de cobertura, bancos y otros especuladores internacionales. Nadie sabe a ciencia cierta cuáles son las dimensiones del carry trade. Las estimaciones varían desde 350.000 millones de dólares, según bancos de Japón, hasta más de un billón de dólares (basado en contratos de futuros y opciones de la Bolsa Mercantil de Chicago). Esta cifra multiplica por diez el PIB de Malasia. Basta con imaginar qué ocurriría si el carry trade llegara a su fin. Como un tsunami, arrasaría con los mercados financieros, causando escasez de liquidez y una caída mundial de los precios de los activos financieros.

Historia del carry trade La primera ola del carry trade comenzó a fines de los años ochenta, cuando los especuladores financieros comenzaron a tomar préstamos en yenes y a invertir en títulos europeos. Esta fase terminó en 1993, cuando estalló la burbuja japonesa. Los inversores japoneses se retiraron y el yen se apreció. La

segunda ola empezó en el verano boreal de 1995 y finalizó a fines de 1998, después del default de Rusia, de la quiebra del fondo de cobertura Long-Term Capital Management y del plan de recapitalización del sector bancario japonés. El yen aumentó quince por ciento frente al dólar en una semana.

La última ola de carry trade del yen se basó en la política de Japón de mantener bajos sus tipos de interés y de cambio, a fin de facilitar las exportaciones para salir de la recesión y la deflación. Esta ola continuó hasta la semana del 10 al 17 de agosto, cuando el yen subió diez por ciento debido a la falta de pago de hipotecas subprime y a los efectos indirectos sobre mercados de acciones de todo el mundo.

Efectos del carry trade Dado que muchos de los especuladores utilizan los fondos para invertir en acciones en el exterior con apalancamiento, cuando los precios de las acciones caen, se ven obligados a liquidar sus acciones para atender demandas de reposición del margen de garantía. Esto, a su vez, hace que el mercado de acciones caiga más todavía. Cuando los especuladores e inversores se desprenden de sus acciones y títulos extranjeros y convierten sus dólares en yenes, eso hace aumentar el yen en espiral. Por lo tanto, los inversores sufren un doble revés: no sólo pierden sus inversiones en acciones, sino que también pierden por la apreciación del yen.

Debido a la escala del carry trade y a su efecto negativo sobre la liquidez, las consecuencias sobre la estabilidad financiera mundial son enormes. El problema del sistema financiero mundial es que gran parte del comercio es realizado por grandes actores como bancos internacionales y fondos de cobertura, que han fraguado transacciones sumamente complicadas y oscuras, cuyos riesgos no son bien comprendidos, mucho menos regulados. Muchos de los riesgos de estos instrumentos han sido agrupados y reagrupados, vendidos y revendidos a todo tipo de inversores, de modo que ahora es difícil determinar dónde se encuentran los riesgos y cómo regularlos y controlarlos. Aunque los riesgos se han diversificado mediante su agrupación y subdivisión, no han sido eliminados.

Una consecuencia de esta diversificación es que no se sabe dónde están los riesgos. Un claro ejemplo es la actual crisis de las hipotecas subprime. Este problema afloró recientemente con el colapso de dos fondos administrados por Bear Stearns, seguido de la suspensión de tres fondos de hipotecas subprime de BNP Paribas. Estos destacados actores probablemente representen sólo la punta del iceberg. El diario The Bangkok Post reveló que incluso bancos tailandeses, y sin duda muchos bancos nacionales de otros mercados emergentes en busca de activos de alto rendimiento, especularon con esas hipotecas subprime. El 24 de agosto, CNBC News informó que las hipotecas subprime combinadas en manos de grandes bancos de China sumaban 11.000 millones de dólares.

¿Cuándo terminará el carry trade? Un artículo publicado en el International Herald Tribune el 22 de febrero señaló que, aunque el aumento de cinco por ciento en las tasas de interés por el Banco de Japón no detendría la salida de yenes, el carry trade podría llegar a su fin debido a otros choques externos. Varios meses después, parece que el vaticinio se cumplió. No sólo la crisis de las hipotecas subprime, sino también la burbuja inmobiliaria creada por los tipos de interés superbajos de los años ochenta, provocaron efectos de onda en todo el mercado financiero mundial. La caída de los precios de las acciones, los bonos y los bienes raíces hizo que los especuladores y los inversores liquidaran sus posesiones financieras para comprar

y devolver los yenes que tomaron prestados, aumentando así el valor del yen y ampliando sus propias pérdidas.

Aunque este episodio del carry trade del yen todavía no terminó, es improbable que sea el último, al menos hasta que las condiciones estructurales de Japón y Estados Unidos acaben con la rentabilidad de este juego de los inversores y especuladores. Mientras, las olas creadas por el capital financiero arrastran a los ciudadanos comunes.

Michael Lim es doctor en Economía y Desarrollo Social. Realizó un posdoctorado en la Universidad de Duke y es profesor adjunto de la Universidad de Temple. Fue ejecutivo de bancos de inversión de Nueva York, Singapur, Hong Kong, Yakarta y Manila (sus últimos cargos fueron: vicepresidente de Credit Suisse First Boston, director del Deutsche Bank y especialista principal de reestructuración del Banco Asiático de Desarrollo). Actualmente es investigador y académico independiente.



Información disponible en el sitio ARCHIVO CHILE, Web del Centro Estudios "Miguel Enríquez", CEME:

<http://www.archivochile.com> (Además: <http://www.archivochile.cl> y <http://www.archivochile.org>).

Si tienes documentación o información relacionada con este tema u otros del sitio, agradecemos la envíes para publicarla. (Documentos, testimonios, discursos, declaraciones, tesis, relatos caídos, información prensa, actividades de organizaciones sociales, fotos, afiches, grabaciones, etc.)

Envía a: archivochileceme@yahoo.com y ceme@archivochile.com

NOTA: El portal del CEME es un archivo histórico, social y político básicamente de Chile y secundariamente de América Latina. No persigue ningún fin de lucro. La versión electrónica de documentos se provee únicamente con fines de información y preferentemente educativo culturales. Cualquier reproducción destinada a otros fines deberá obtener los permisos que correspondan, porque los documentos incluidos en el portal son de propiedad intelectual de sus autores o editores. Los contenidos de cada fuente, son de responsabilidad de sus respectivos autores, a quienes agradecemos poder publicar su trabajo. Deseamos que los contenidos y datos de documentos o autores, se presenten de la manera más correcta posible. Por ello, si detectas algún error en la información que facilitamos, no dudes en hacernos llegar tu [sugerencia / errata](#)..