

# Qué hacer con

Mohamed A. El-Erian

**En vista de las nuevas fuerzas que intervienen en los mercados mundiales de capital, es aconsejable que los participantes en las finanzas internacionales revalúen sus modelos de operación**

**E**N GENERAL se considera que los mercados financieros son un reflejo menos sesgado de la evolución económica futura; pero, en los últimos meses, muchos parecen estar enviando señales contradictorias, o quizá confusas, como las siguientes:

- Muchos mercados accionarios nacionales cerraron el año 2006 a niveles récord, lo cual fue considerado por los analistas como señal de que continuará el sólido crecimiento mundial y la inflación controlada, el escenario que algunos denominan “Ricitos de Oro” (ni muy caliente, ni muy frío). No obstante, los mercados de bonos (especialmente en Estados Unidos, pero también cada vez más en otras partes) aconsejan más cautela.

- Entre los principales analistas de Wall Street existe un grado inusual de desacuerdo con respecto al sentido de las tasas de interés de los fondos federales en 2007. Con la tasa al 5¼%, algunos han predicho que *bajar*á al 4% en diciembre de este año y otros que *subir*á al 6%. Además, prácticamente no se han visto señales de volatilidad en los principales mercados (incluidos los de divisas, acciones y renta fija) pese a la falta de convicción con respecto a las tasas de intervención de Estados Unidos.

Sería fácil considerar estas señales contradictorias como “ruido”, es decir, que no aportan ninguna información seria; pero ello sería insensato. Estas señales aparentemente incongruentes ofrecen información importante para las autoridades nacionales, instituciones multilaterales y participantes en el mercado con respecto a las circunstancias mundiales y a la necesidad de un cambio de actitud entre estos participantes en las finanzas internacionales.

## Se acercan grandes cambios

Las señales aparentemente contradictorias obedecen a tres importantes cambios estructurales que han influido simultáneamente sobre la economía mundial. *El más visible proviene del shock favorable de productividad generado por la creciente incorporación de grandes segmentos de la mano de obra residentes*

*en economías en desarrollo.* Como resultado inmediato, se han ampliado las fuentes de crecimiento económico mundial. De hecho, a los países en desarrollo les corresponde una parte importante y creciente de la expansión mundial. Además, la creciente integración de la mano de obra ha reducido los costos de una gama de productos, lo cual les ha permitido a las empresas de los países industriales controlar el gasto y elevar las utilidades.

*El segundo cambio estructural corresponde a los precios de los productos básicos.* Esta es una consecuencia directa de la ampliación del crecimiento mundial, que hasta el momento ha elevado la demanda de productos básicos de una creciente lista de países, con una respuesta limitada de la oferta. El aumento de los precios de estos productos ha creado cuantiosos superávits en cuenta corriente en un creciente grupo de economías emergentes, cuyas tenencias de reservas internacionales han aumentado rápidamente. Para algunas economías, esta transición representa un cambio radical de régimen: de deudor internacional a acreedor internacional. De hecho, esta combinación de aumentos de la productividad y de los precios de los productos básicos, junto con el uso de los superávits, ha transformado a los mercados emergentes en su conjunto en una principal fuente de financiamiento de bajo costo para el resto del mundo (especialmente para Estados Unidos).

*El tercer cambio estructural* es más técnico. *Corresponde a un brote de innovaciones financieras importantes y de gran alcance generadas por la proliferación de instrumentos derivados.* El impacto general ha sido una drástica reducción de las barreras a la entrada en varios mercados, y ello está generando importantes reasignaciones de activos entre los inversionistas institucionales y los minoristas.

La interacción de estos tres elementos ha modificado fundamentalmente los factores marginales que determinan el crecimiento, el comercio, la formación de precios y los flujos de capital mundiales e internos, lo cual está



# la fluidez mundial

inciendiando en los que determinan la valoración, la volatilidad, el apalancamiento, la velocidad y la liquidez del mercado.

Con razón los modelos tradicionales ya no son tan buenos para explicar la evolución o predecir el futuro. Con razón las funciones de reacción ante las políticas son ahora más inciertas. Tampoco es de extrañar que los mercados hayan adoptado una trayectoria incierta de altibajos para fijar precios a las nuevas realidades mundiales, que a veces ni siquiera han desarrollado un ancla robusta.

## ¿Es esto temporal o permanente?

Los participantes en las finanzas internacionales que reconocen estos cambios estructurales deben hacer un gran esfuerzo para no quedarse rezagados. Se están recalibrando los enfoques analíticos, reexaminando las normas tradicionales, reevaluando los modelos de negocios y creando nuevos instrumentos del mercado; y hay más conciencia sobre la naturaleza cambiante de los vínculos transfronterizos, con implicaciones para las instituciones multilaterales (sobre todo sus actividades, eficacia, recursos necesarios, gestión y financiamiento).

Si bien este proceso de no quedarse atrás es cada vez más obvio, su diseño e implementación también es intrínsecamente complejo y su dinámica en sí lo hace propenso a reacciones exageradas. Como mínimo, el proceso suscita una temporal pero notable divergencia de opiniones, lo cual no debe extrañar en vista de las profundas transformaciones estructurales que se suceden, y el delicado equilibrio que se necesita entre los factores transitorios y los de largo plazo.

Quizá la mejor forma de ilustrar los factores en juego es considerar las extremas diferencias de opinión que han surgido en el debate entre los seculares y los cíclicos. El mejor lugar para empezar el debate es el análisis de los desequilibrios de pagos, sobre todo el persistente déficit en cuenta corriente de Estados Unidos y los grandes superávits de Asia y las economías exportadoras de petróleo.

En este caso, los partidarios del punto de vista secular consideran que el déficit en cuenta corriente sin precedentes de Estados Unidos es un ajuste eficiente ante el cambio de régimen de varias economías emergentes. Más concretamente, Estados Unidos, con su gran déficit, está absorbiendo lo que el Presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, califica como

“exceso de ahorro” de las economías emergentes. Algunos llegan a aducir que las economías emergentes, ante las limitaciones de sus sistemas financieros internos, también han subcontratado la intermediación financiera con los mercados de capital de Estados Unidos, que son más eficientes. Todo esto parece congruente con el mantenimiento de un alto nivel de crecimiento y de estabilidad financiera mundiales.

Los partidarios del punto de vista cíclico opinan lo contrario. Para ellos, el alto déficit de Estados Unidos no es más que el resultado de un exceso de consumo interno, un fenómeno reversible que ha ocurrido en muchos países en el pasado e históricamente ha asumido características desordenadas. Ahora afecta a la mayor economía del mundo, la cual, por ahora, ha podido “sostener lo insostenible” por sus atributos económicos especiales (como el hecho de que el dólar sea una moneda de reserva) y la profundidad de sus mercados financieros.

El debate ha tendido a trasladarse a un terreno de por sí ya agitado, la inusual fijación de los precios de casi todas las primas de riesgo, un fenómeno visible en muchos mercados emergentes y de países industriales. Para algunos, la virtual desaparición de las primas de riesgo obedece a la convergencia económica mundial y a la capacidad de los mercados para ajustar mejor los instrumentos y técnicas de gestión de riesgo, es decir, factores seculares considerados permanentes y consecuentes.

Los defensores de este punto de vista también citan la “gran moderación” de las presiones inflacionarias y la mayor transparencia de la política macroeconómica en el mundo (sobre todo en Estados Unidos).

Otros consideran que las primas de riesgo reaparecerán una vez que la euforia temporal de los inversionistas permita fijar precios más compatibles con los fundamentos económicos. Para ellos, la compresión cíclica de los diferenciales de riesgo es temporal y reversible, y, una vez que se consoliden los nuevos precios, las características de “mitigación de los riesgos” de muchos de los nuevos instrumentos basados en derivados cobrarán una dinámica desestabilizadora, desencadenando las “armas de destrucción financiera masiva” como calificó el inversionista Warren Buffet hace unos años a los instrumentos derivados.

El debate secular versus cíclico también genera grandes discrepancias en torno a la función de las instituciones multilaterales,

**Cuando se observa esa fluidez, es natural querer hacerse a un lado hasta que se aclare la situación. Pero ello no sería aconsejable.**

entre ellas el FMI. Unos piensan que el FMI ha perdido importancia y algunos llegan a cuestionar su existencia mientras que otros abogan por grandes cambios en la institución (su capacidad técnica, gobierno interno y representación). Como mínimo, la institución debe desarrollar nuevas fuentes de ingresos en vista de la reducción de los préstamos a economías emergentes. El punto de vista cíclico sostiene que no hay que reaccionar en exceso pues solo será cuestión de tiempo para que el FMI vuelva a desempeñar sus tradicionales funciones de gestión y prevención de crisis.

Los participantes en el mercado también se ven obligados a adoptar una opinión en la controversia. Como mínimo, los cambios estructurales mencionados están minando las fuentes tradicionales de rentabilidad de la inversión. En este caso, los seculares abogan por cambios fundamentales en el método de distribución de los activos, gestión de las expectativas de retorno de la inversión y especificación de correlaciones entre instrumentos. Los cíclicos, por su parte, advierten que no se debe reaccionar ante una corrección excesiva de los mercados. Aconsejan esperar el momento oportuno. Señalan que la pérdida de rendimientos de la inversión a corto plazo es un precio reducido por limitar la exposición a una posible pérdida de capital.

### Ideas para estrategias posibles

¿Cómo deben diseñar sus estrategias los diversos participantes en las finanzas internacionales para ajustarse a este panorama financiero fluido? Es mejor empezar con lo que deben evitar a toda costa: No deben dejar que la complejidad de los asuntos paralice las deliberaciones y las medidas apropiadas. De hecho, aunque operen en el sector privado o en el público, es crucial definir explícitamente el conjunto de supuestos (a veces implícitos) seculares o cíclicos en que se basan sus enfoques, compararlos con la actual fluidez del sistema mundial y enunciar los pros y los contras de cada enfoque. En este proceso se identificarán los costos y beneficios relacionados con posibles cambios de los modelos de operación, estrategias de negocios y técnicas de gestión de riesgo.

Para las **autoridades nacionales de los países industriales**, los desafíos incluyen saber cuál es la mejor reacción ante una menor información de política proveniente de las medidas tradicionales del mercado (como la forma de la curva de rendimientos y el nivel de varias primas de riesgo). En los modelos también se deben incorporar explícitamente el impacto de la rápida internacionalización de la fuerza de trabajo, así como el notable cambio de los grupos de capital internacionales (sobre todo la creciente importancia de las economías emergentes como tenedoras de bonos públicos y privados de países industriales).

Para varias **economías emergentes**, los desafíos incluyen ajustarse al drástico cambio de su situación de pagos externos. Como mínimo, ello implica adoptar enfoques más sofisticados para administrar sus pasivos pendientes (incluida la mejor manera de recomprar y cambiar el perfil de la deuda) y mejorar la gestión de sus crecientes activos financieros. En algunos casos, tendrán que reformar sus instituciones para mejorar la transparencia operativa y la rendición de cuentas, y modificar

las directrices para la gestión de inversiones y pasivos. También se debe abordar el delicado tema de si algunos países deben utilizar el brote de solidez económica y financiera para adoptar mayor flexibilidad en ciertas áreas clave de la política económica, como el tipo de cambio y el consumo interno.

Para los **inversionistas institucionales**, no basta con saber cómo abordar valoraciones y medidas inusuales de la volatilidad. También deben dilucidar la mejor manera de ajustar sus activos y carteras ante las transformaciones estructurales que están ocurriendo. Dado que esos ajustes inevitablemente entrañan una mayor internacionalización de las posiciones de inversión, deben mejorar sus técnicas de gestión de riesgo para poder manejar mejor los riesgos intrínsecos.

Para las **instituciones multilaterales**, el desafío es conservar la credibilidad y eficacia como asesores fiables de política económica que se basan en una combinación adecuada de factores nacionales e internacionales. En el caso del FMI, muchas de las disyuntivas ya fueron planteadas en los documentos de Estrategia a Mediano Plazo del Director Gerente, en septiembre de 2005 y abril de 2006; y, en sus propias palabras, “es imperativo (que el FMI) siga siendo pertinente en un mundo cambiante”. Por consiguiente, se necesitan medidas para abordar una gama de desafíos, como la mejora de la capacidad del FMI para informar a los que formulan las políticas nacionales, mayor capacidad para transmitir las prácticas óptimas e impartir una dimensión multilateral a los diálogos de políticas nacionales; integrar más el análisis del sector financiero en las evaluaciones económicas nacionales e internacionales; actualizar su enfoque anticuado de gobierno interno y representación; modernizar las capacidades técnicas de la institución y adoptar un modelo más sólido para generar ingresos internos.

\* \* \* \* \*

En resumen, este es un momento inusual para la economía y los mercados mundiales. Ambos están siendo afectados por transformaciones estructurales no solo trascendentales en sí mismas, sino en la forma en que interactúan. Como resultado, los participantes en las finanzas internacionales tienen ante sí muchas piezas que se mueven, algunas aparentemente en sentidos contrarios.

Cuando se observa esa fluidez, es natural querer hacerse a un lado hasta que se aclare la situación. Pero ello no sería aconsejable. Cuanto más se demoren los participantes en reaccionar, mayores serán los riesgos de los enfoques actuales, cada vez más obsoletos. En cambio, sería aconsejable que se pruebe una y otra vez la robustez de sus modelos de operación frente a las realidades del mundo cambiante y, volviendo a los principios iniciales, poder y estar dispuestos a considerar las modificaciones necesarias si los enfoques resultan menos eficaces. ■

*Mohamed A. El-Erian es Presidente y Primer Ejecutivo de Harvard Management Company, Tesorero suplente de la Universidad de Harvard, y Catedrático de la Escuela de Administración de Empresas de la Universidad de Harvard. Fue funcionario del FMI desde agosto de 1983 hasta diciembre de 1997.*