

# LAS TORTUGAS DE BÓBOLI

## O LAS FRÁGILES COLUMNAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Carlos Jaramillo

Los resultados de los experimentos macroeconómicos de la Reserva Federal terminarán de materializarse en los próximos años, pero ya se perciben beneficios y efectos secundarios no deseados. Este es uno de los factores de los cuales depende la estabilidad de los mercados financieros, junto con el desempeño de la economía china y el impacto de los cambios tecnológicos en la competitividad de las economías nacionales.

### Primera parte: El gran experimento macroeconómico

EN LA ENTRADA de los jardines de Bóboli, en Florencia, hay un obelisco de granito rojo de 4,8 metros de altura que fue llevado de Egipto al Imperio Romano en el siglo I para formar parte de un templo dedicado a la diosa Isis. Esta gran mole de piedra se apoya en cuatro tortugas de bronce, que sugieren la fragilidad de lo existente.

El mercado mundial de títulos financieros de oferta pública es actualmente un gran obelisco de 180 billones de dólares que se puede tambalear en cualquier momento, si alguna de las tortugas condenada a perpetuidad a sostenerlo deja de hacerlo. La prensa especializada en títulos valores ha hecho un gran trabajo en los últimos dos años para transmitir la idea de que la época de las grandes rentabilidades en bonos y acciones de las economías desarrolladas se acabó, que el mundo transita hacia no se sabe qué y que, por lo tanto, es necesario identificar las tortugas capaces de mantener en pie ese macizo financiero.

Hay varios candidatos a ser las tortugas de Bóboli de los mercados financieros. Algunos son muy notorios, porque se han convertido en la obsesión de los periodistas del área, así como de los gerentes de fondos de inversión que con frecuencia escriben reportes y publicaciones de circulación limitada para sus clientes y relacionados. En la lista corta se encuentran los experimentos macroeconómicos de la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón, el desempeño de la economía de China en la próxima década y el impacto de las innovaciones y cambios tecnológicos en la competitividad de las economías nacionales. Un cuarto factor que afecta la estabilidad de los mercados consiste en fenómenos impredecibles como los desastres naturales, o los vacíos en la regulación que permiten a pequeños grupos obligar al resto de la sociedad a participar en sus apuestas, como sucedió en la crisis financiera de 2008. Lamentablemente, aunque impredecibles, siempre pueden aparecer a la vuelta de la esquina.

Carlos Jaramillo, profesor del IESA.

Cinco años después de la crisis financiera internacional de 2008, todavía hay 48 millones de desempleados en la eurozona y veinte por ciento de los estadounidenses en edades comprendidas entre 25 y 54 años no forman parte de la fuerza laboral de su país, cuando cincuenta años atrás este número no llegaba al cinco por ciento.

El problema del desempleo no es consecuencia solamente de la recesión económica, sino también de un modelo económico emergente en el cual un número creciente de individuos carecen de las competencias requeridas para acceder a trabajos

### **Aunque a partir de 2008 en Inglaterra y de 2010 en Estados Unidos la oferta de liquidez ha crecido como consecuencia de las políticas de sus bancos centrales, el crédito no lo ha hecho de manera indiscriminada**

de calidad; y sin trabajos estables, razonablemente remunerados, no hay consumo. Sin embargo, dado que la Reserva Federal no puede por sí misma crear empleos ni, mucho menos, afectar las grandes tendencias que dan forma a los mercados laborales, lo único que le queda, como a cualquier banco central del mundo desarrollado, es fomentar un crecimiento económico que atenúe el problema del desempleo, sin generar inflación.

Operar a partir de 2008 no ha sido tarea sencilla para los bancos centrales del primer mundo, debido al excesivo endeudamiento de hogares, empresas y gobiernos nacionales. Cualquier proceso de estabilización requiere una reducción del grado de apalancamiento y esto se logra, de la manera menos nociva, disminuyendo lo más posible el costo del dinero; es decir, el valor de las tasas de interés.

Para crear las condiciones del tan deseado crecimiento económico, en un ambiente de inflación controlada, la Reserva Federal se ha apoyado en tres herramientas para reducir el costo del dinero, estabilizar el sistema financiero y atenuar la volatilidad de los mercados:

1. Mantener las tasas de interés de los fondos federales en niveles cercanos a cero. Esto lo vienen haciendo desde el año 2008 y se espera que lo mantengan al menos hasta finales de 2015. El costo de los fondos federales no subirá hasta que no se logre alcanzar lo que en el argot del área se conoce como «velocidad de escape», término tomado de la física que ilustra la posibilidad de que la economía pueda funcionar sin subsidio alguno de organismo regulador.
2. Expansión cuantitativa (*quantitative easing*). Es un programa de expansión del balance de la Reserva Federal, que inyecta mensualmente liquidez a los mercados financieros mediante la compra de 85 millardos de dólares en títulos del Tesoro e hipotecas, además de reinvertir los intereses y principales de los títulos previamente incluidos en la cartera de esta institución. Implantado en 2010, ha tenido tres versiones en el período 2010-2013 e intenta mantener las tasas de interés suficientemente bajas para que los inversionistas en busca de mayores rendimientos compren activos productivos y títulos financieros de riesgo, como las acciones. Al subir los precios de las acciones y los bonos de distintos tenores crediticios se espera crear un efecto de riqueza que estimule a los dueños de estos activos financieros a gastar más. En la práctica tal efecto no se ha manifestado de manera notoria.
3. Orientación previsiva (*forward guidance*). Consiste en modificar la hermética política comunicacional que la Reserva Federal mantuvo históricamente, mediante claros anuncios

no solo de las medidas que va a implantar inmediatamente sino también de las que espera adoptar en los meses siguientes, con respecto a la fijación de tasas de interés y la compra de activos financieros. Esta «guía» a los mercados intenta reducir la incertidumbre sobre las tasas de interés, en particular las de largo plazo, que toman como referencia las empresas para iniciar proyectos de inversión: a menores tasas mayor la propensión a invertir en activos reales.

Es innegable que estas herramientas responden a la visión de Ben Bernanke, expresidente de la Reserva Federal, quien desarrolló durante su extensa vida académica una importante línea de investigación sobre las causas de la Gran Depresión de la década de los treinta del siglo XX. Bernanke sostiene que tal crisis habría sido mucho menos nociva si hubiese habido una importante oferta de liquidez, para dar soporte a las instituciones financieras con activos ilíquidos y los demandantes de crédito en general.

Las políticas implantadas por Bernanke indudablemente recuperaron la estabilidad del mercado financiero estadounidense y variantes de ellas han sido implantadas por el Banco de Inglaterra y el Banco Central de Japón. Aunque las apuestas de la Reserva Federal han sido ampliamente reseñadas, ha compartido el liderazgo en la innovación en políticas macroeconómicas con el Banco de Inglaterra, que redujo las tasas de interés de cinco por ciento a comienzos de 2008 a un medio por ciento en el tercer trimestre de 2009, el nivel más bajo de la historia de la institución que comenzó operar en 1694. Adicionalmente, el Banco de Inglaterra comenzó su versión nacional de expansión cuantitativa (QE, por sus siglas en inglés) un año antes que la Reserva Federal, en 2009, cuando compró papeles del gobierno y bonos corporativos por valores cercanos al nueve por ciento del producto interno bruto.

Los expertos entienden que tal inyección de liquidez tiene efectos indeseados y uno de ellos es la creación de burbujas financieras. Es un hecho conocido que las burbujas comienzan con una oferta crediticia abundante y barata, acompañada del relajamiento de los estándares crediticios. Aunque a partir de 2008 en Inglaterra y de 2010 en Estados Unidos la oferta de liquidez ha crecido como consecuencia de las políticas de sus bancos centrales, el crédito no lo ha hecho de manera indiscriminada, como lo reporta la bibliografía sobre burbujas financieras. Debido a las percepciones de riesgo de las instituciones financieras a partir de 2008, el crédito ha fluido con mayor facilidad hacia las grandes compañías multinacionales y mucho menos hacia las pequeñas y medianas empresas y los consumidores, tanto en Estados Unidos como en la eurozona y Japón.

Lamentablemente el conocimiento del fenómeno no ha creado mecanismos para inhibirlo, y esto queda claro cuando los bancos centrales de los países desarrollados tienen que lidiar con el hecho de que no siempre los recursos fluyen a los rincones de la economía que quisieran ni, mucho menos, causan el impacto esperado en inflación y desempleo. El programa QE de la Reserva Federal ha estimulado un alza importante de los precios de activos financieros, materias primas y monedas en el mundo, pero ha tenido un éxito muy discutible promocionando la inversión directa en negocios que generan empleo. Adicionalmente, el efecto en el incremento de riqueza causado por el alza de precios de los activos financieros no se ha traducido en un importante aumento del consumo, porque los dueños de esos activos son los sectores más ricos de la población que no necesariamente gastan más por ser más ricos.

La QE es una medicina de beneficios discretos y efectos colaterales desconocidos. Por ello, la Reserva Federal, sobre la base de algunos resultados macroeconómicos positivos como la reducción del desempleo de diez por ciento en octubre de 2009

a 7,30 en abril de 2013, intentó en mayo de 2013 comenzar un plan de desmontaje de este programa.

El primer paso del plan, siguiendo el espíritu de la política de orientación previsiva (FG, por sus siglas en inglés), fue anunciar a los mercados la decisión de comenzar a reducir el programa de compra de títulos valores en algún momento en 2013. Este anuncio creó, a corto plazo, desazón entre quienes esperaban una extensión del *statu quo* al menos un par de años más. Como consecuencia, un grupo importante de inversionistas con posiciones especulativas comenzó a revertir estrategias diseñadas sobre la base de la oferta de dinero barato. Esto produjo efectos variados, tales como un aumento del rendimiento de los títulos del Tesoro, la devaluación de las monedas locales de India y Turquía, la revisión a la baja de la tasa de crecimiento esperada de la economía de Perú, por citar algunos ejemplos.

En septiembre de 2013 el Comité de Operaciones de Mercados Abiertos de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) se vio obligado a diferir la reducción de la QE, que muchos esperaban se hiciera efectiva en la reunión de ese mes. La Reserva Federal sintió en carne propia que el entendimiento del nuevo estilo de comunicación propuesto por la FG no se logra de la noche a la mañana. Muestras de ello fueron las reacciones de molestia de la prensa especializada, una vez conocidos los resultados de la reunión del FOMC.

¿Cuál era el consenso de los especialistas antes de la reunión? Que en ella se decretaría el comienzo del fin de la QE. Al fin y al cabo eso era lo que ellos habían entendido que querían transmitir los principales funcionarios de la Reserva Federal desde mayo de 2013. ¿Qué sucedió? Que once de los doce miembros del FOMC con derecho a voto decidieron diferir la medida. ¿La razón? El efecto negativo del alza de las tasas de interés a partir de mayo de 2013, cuando Bernanke, en la reunión del FOMC de ese mes, anunció que la QE podía comenzar a reducirse en 2013.

Mucho se especuló sobre la verdadera intención de la Reserva Federal, con su anuncio de mayo de 2013, a tal punto que hubo quienes sospecharon que el objetivo último del comité era tratar de reventar una burbuja financiera antes de comenzar a formarse. Sin embargo, lo que más molestó a los analistas no fue el haberse equivocado en la predicción de la decisión del FOMC —total, equivocarse es parte del negocio de ser especialista— sino el hecho de que la incómoda subida de las tasas mencionada con alguna preocupación por ese comité fue ocasionada por la misma Reserva Federal con las declaraciones de Bernanke.

«¿Cuál era la intención del regulador, crear la distorsión para después corregirla?», se preguntaban muchos con cierta razón. ¿Es así como entiende la Reserva Federal una política comunicacional orientada a reducir la volatilidad de los mercados financieros? La verdad es que en este experimento comunicacional los formadores de opinión deben reconocer que la Reserva Federal ha dicho, en todo momento, que los cambios de política económica se basarán en la evidencia cuantitativa que la institución recaba, y que se reserva el derecho de cambiar el rumbo si la evolución de la economía así lo requiere. Si algo se aprenderá en este proceso es que la transmisión de información entre agentes económicos tiene un grado de subjetividad reducible, mas no eliminable, y que quiérase o no siempre habrá espacio para la sorpresa.

Los bancos centrales de Estados Unidos, Inglaterra y Japón ven con preocupación los efectos colaterales no deseados del dinero barato y entienden que son prisioneros de su experimento macroeconómico. La gran pregunta es: ¿qué

es menos costoso: promover una eliminación temprana de la QE con los costos que ya empezaron a pagar los inversionistas con el alza de las tasas de interés en Estados Unidos, entre mayo y septiembre de 2013, o diferir el final de la QE hasta un mejor momento que tal vez nunca llegue?

A corto plazo la banca de inversión estadounidense revisa sus proyecciones del futuro próximo, y ubica para octubre de 2013 el rendimiento de los títulos del Tesoro a diez años en 3,1 por ciento para el cierre del 2013 y 3,75 por ciento para el comienzo del cuarto trimestre de 2014. Una subida temprana de las tasas es eliminar la espuma, para evitar la posibilidad de divisar cualquier burbuja en el horizonte.

Para los inversionistas institucionales la correcta interpretación de las políticas de la Reserva Federal representa una labor difícil en su trabajo de prospección de los mercados. Mohamed El-Erian, uno de los tres directores principales de Pimco, la compañía privada de manejo de fondos de renta fija más grande del mundo con activos por encima de dos billones de dólares, sostiene que la Reserva Federal ha tenido más éxito al elevar «artificialmente» los precios de los activos financieros que al promover una economía resiliente. Los mercados financieros, según El-Erian, se vuelven cada vez más sensibles

### Los bancos centrales de Estados Unidos, Inglaterra y Japón ven con preocupación los efectos colaterales no deseados del dinero barato y entienden que son prisioneros de su experimento macroeconómico

a cambios en las políticas de la Reserva Federal que pudiesen interpretar como un retiro del apoyo a los precios de los activos financieros. La posición institucional de Pimco es que la baja tasa de crecimiento creada tiene muy poco impacto en el problema del desempleo en Estados Unidos, no estimula a las empresas a invertir porque no se vislumbra una demanda importante para sus productos o servicios, y produce una polarización política claramente ejemplificada en los conflictos vividos en el Congreso de Estados Unidos entre republicanos y demócratas para aprobar el presupuesto del año 2014, y el nuevo límite de endeudamiento federal.

Por su parte, Bill Gross, otro de los directores principales de Pimco, sugiere a los inversionistas, ante los experimentos de políticas macroeconómicas de la Reserva Federal, mantener carteras de baja duración (con horizontes de inversión de menos de cinco años), esperar tasas de interés bajas porque el proceso de desapalancamiento en el primer mundo no ha terminado aún y requiere bajas tasas, y, adicionalmente, tomar como ciertos los anuncios del regulador, creer en su política de FG. Una vez extinguida la QE, que no puede mantenerse para siempre, la FG y la fijación de las tasas de los fondos federales serán las únicas herramientas para guiar el crecimiento de la economía de Estados Unidos y, por su influencia, las de sus vecinos.

La gran apuesta de los próximos dos o tres años será tratar de desmantelar los programas de inyección de liquidez en Estados Unidos, Inglaterra y Japón, con el menor daño posible a los inversionistas y a las posibilidades de crecimiento futuras. Pronto se conocerá el resultado de este gran experimento de Bernanke y sus asociados. ■

#### LECTURA RECOMENDADA

Strauss, L. (2013): «Where to find value in today's bond market». *Barron's*, 29 de septiembre.