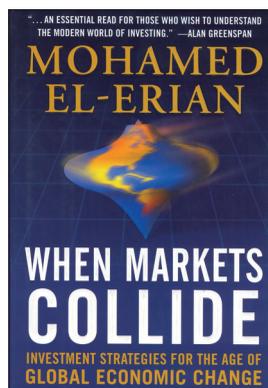


COMENTARIO AL LIBRO
“WHEN MARKETS COLLIDE
INVESTMENT STRATEGIES FOR THE AGE
OF GLOBAL ECONOMIC CHANGE”

de Mohamed A. El-Erian
McGraw Hill, 2008

*Luis Antonio Ahumada C.**



Publicado en mayo del 2008, mucho antes de la declaración de quiebra de Lehman Brothers, me pregunté muchas veces mientras leía el libro si el autor no habría preferido esperar un poco más para publicar “When Markets Collide”. El desarrollo de los acontecimientos después de la publicación de libro creo que supera el más catastrófico de los escenarios imaginados por el autor y por cualquiera de los que seguimos el proceso de una crisis que, en opinión de muchos, solo tiene paralelo con la Gran Depresión de los años 30.

La hipótesis principal sobre la que descansan las reflexiones del autor a través del libro es que *los mercados del ayer colisionaron con aquellos del mañana*. En forma vaga, el autor intenta explicar que ciertos eventos recientes, las llamadas transformaciones globales, han tenido un impacto cuya escala podría modificar para siempre el negocio financiero. Por ejemplo, sugiere que el *enigma* planteado por Alan Greenspan relativo a los aumentos sucesivos de la tasa Fed Fund haya estado

acompañado por movimientos a la baja de las tasas de largo plazo y disminuciones persistentes de la volatilidad de los mercados, es uno de tales eventos recientes que sugieren una profunda transformación de los mercados financieros globales.

Se mencionan tres factores estructurales que explicarían las grandes transformaciones que vimos antes de la crisis: i) la mayor preeminencia de los países emergentes y la idea de una posible desconexión entre estos países y el mundo desarrollado; ii) la marcada acumulación de riqueza financiera de países que tradicionalmente habían mantenido una posición deudora a nivel internacional, que se tradujo en la aparición de nuevos actores en la escena financiera internacional, los fondos soberanos; iii) la proliferación de nuevos instrumentos financieros que eliminaron las barreras a la entrada en todos los mercados financieros locales. Según El-Erian, la combinación de estos factores continuaría provocando profundos cambios en las relaciones financieras internacionales. Sin embargo, hoy vemos, por una parte, que los países emergentes han comenzado a sentir los efectos de la fuerte caída de la actividad y el aumento del desempleo de los países desarrollados en el último trimestre del 2008 y el primero del 2009. El precio de los bienes primarios se corrigió a la baja, al igual que las exportaciones de las principales economías emergentes, lo cual reducirá de manera importante sus proyecciones de crecimiento para este año.

Por otra parte, el desplome de los precios de los activos en las principales bolsas mundiales impactó fuertemente el tamaño de los fondos soberanos que

* Gerencia de Infraestructura y Regulación Financiera, Banco Central de Chile. E-mail: lahumada@bcentral.cl.

participaban activamente en dichos mercados, y es muy probable que hoy en día se encuentren activos en instrumentos de renta fija o en posiciones muy conservadoras. El fuerte ajuste de precios también ocasionó una importante reducción del tamaño de la industria de los fondos de cobertura (*hedge funds*) y una pérdida de confianza en varios productos que, en su momento, muchos no dudaron en calificar como excelentes instrumentos para transferir el riesgo de crédito a muchos agentes.

La hipótesis de una profunda transformación de los mercados financieros en algo completamente nuevo, una *nueva realidad*, según el autor, parece palidecer ante la masiva caída de las principales instituciones financieras de EE.UU. y Europa tras la quiebra de Lehman y de los gigantes del mercado asegurador y de las hipotecas en el primero, ante la masiva intervención estatal para rescatar los sistemas financieros, ejemplificada en la virtual nacionalización de muchas instituciones, y ante la esperada respuesta regulatoria de la cual no se libraría ni la otrora intocable industria de los fondos de cobertura. Dani Rodrik señala en *The Economist*¹, como el clamor de muchos, que nadie duda que la regulación y supervisión financiera deba hacerse más estricta y, a la vez, ampliar su ámbito de acción. Esto sugiere que la intermediación financiera más bien volvería a centrarse en el desarrollo de actividades tradicionales bajo supervisión estricta, dejando menos espacio a las tendencias recientes que proponían una mayor autorregulación de los agentes.

Más que algo completamente nuevo que se estaba formando en los mercados financieros, se produjo un desafortunado alineamiento de incentivos equivocados, una supervisión y regulación capturada por industrias financieras envueltas en una búsqueda de nuevas

oportunidades de negocios, una importancia excesiva a la industria de clasificación de riesgo que mostraron un actuar imprudente y unas condiciones financieras tales que propiciaron la toma de posiciones cada vez más riesgosas y apalancadas. El autor menciona de manera tangencial que, como consecuencia de la crisis *subprime*, debería producirse una respuesta vigorosa por parte de los organismos reguladores en el control de actividades fraudulentas, en la protección del consumidor, en las prácticas de administración de los riesgos y en las políticas de otorgamiento de créditos.

En resumen, el libro plantea —apresuradamente, a mi juicio— que los episodios recientes corresponden a un choque de viejas costumbres con un nuevo desarrollo del mercado financiero. Sin embargo, los eventos posteriores a la quiebra de Lehman han mostrado que la actual crisis comparte muchos elementos de crisis ocurridas en décadas pasadas en mercados emergentes, pero que sorprendieron al mundo al suceder en mercados desarrollados, y se ajusta razonablemente a un formato del tipo “manías, pánicos y caídas” descrito por Charles P. Kindleberger² hace ya bastante tiempo. El libro, no obstante, tiene pasajes muy interesantes. El-Erian logra transmitir toda la sabiduría práctica acumulada en sus años como co-CEO de PIMCO, la más grande compañía de inversiones del mundo, con activos administrados por USD700 billones y como presidente y CEO de HMC, la entidad que administra el patrimonio de la Universidad de Harvard.

¹ Véase *The Economist*, 14-20 de marzo de 2009, sección *Economic Focus*.

² Kindleberger, C.P. (1996). *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*: Palgrave MacMillan.