

¿Hacia dónde van los mercados emergentes?

Mohamed A. El-Erian



Mohamed A. El-Erian, Director Gerente de Pacific Investment Management Company (PIMCO), a cargo de la gestión de la cartera de mercados emergentes. Anteriormente fue Director Gerente de Salomon Smith Barney/Citibank, tras haberse desempeñado como funcionario del FMI durante más de 14 años.

HACE poco más de un año se vivía una conmoción en los mercados emergentes. Los inversionistas, sacudidos aún por las crisis de Asia y Rusia se veían confrontados con una devaluación desordenada de la moneda brasileña, el real, que amenazaba la estabilidad financiera en toda América Latina. El índice de rentabilidad de los bonos de los mercados emergentes se había reducido más de un 17% en un período de 12 meses. Las economías emergentes tenían que soportar condiciones crediticias más severas: a un diferencial medio de alrededor de 1.300 puntos básicos (que suponía un costo medio del 18%, previo al ajuste correspondiente a la reestructuración de la economía rusa) se agregó el cierre prácticamente total del mercado de nuevas emisiones.

A principios de 2000 la situación de los mercados emergentes presenta características muy diferentes. El crecimiento de la mayoría de estas economías está adquiriendo impulso nuevamente; la situación financiera de países como Brasil experimenta un notable mejoramiento, y Moody's ha elevado de categoría a México, dándole el codiciado grado "de inversión" (investment grade). El índice de los bonos de mercados emergentes aumentó un 28% en cifras de 12 meses, nivel que supera todos los demás índices puros de instrumentos de renta fija. Los diferenciales medios se han reducido hasta llegar a alrededor de 800 puntos básicos. En consecuencia, si bien en los países industriales aumentaron las tasas de interés, y las principales economías emergentes realizaron nuevas emisiones de bonos de 10 a 30 años cuyo valor superó, tan sólo en enero, los US\$5.000 millones, la tasa de interés media se redujo a menos del 15%.

Este giro es especialmente notable a la luz de lo que ha venido sucediendo en los mercados internacionales. Por ejemplo, el mercado de valores de la Tesorería de Estados Unidos

ha sido inestable, en un período de adaptación a nuevas realidades en cuanto a operaciones de recompra de la Tesorería y a la aplicación, por parte del Sistema de la Reserva Federal, de una política monetaria más restrictiva. Los diferenciales de las operaciones de canje —*swap*— son excepcionalmente amplios, en tanto que el mercado de instrumentos de las sociedades (de alto grado y alto rendimiento) sufre sus propias perturbaciones, que se reflejan en diferenciales crediticios elevados e inestables. Por su parte, los instrumentos estadounidenses de participación en el capital presentan modalidades específicas de inestabilidad y dispersión. Al mismo tiempo, en lo que se refiere a los mercados emergentes, cuatro países —Côte d'Ivoire, Ecuador, Pakistán y Ucrania— se han unido a Rusia en el simple incumplimiento de las obligaciones de la deuda externa o la aplicación de un sistema cambiario que reduce de jure el valor contractual de los títulos de crédito de los acreedores.

¿Ha cambiado tanto el mundo que los mercados emergentes pueden considerarse ahora como una isla de estabilidad en un entorno financiero internacional más turbulento? ¿O estamos asistiendo a un proceso cíclico que anuncia otra serie de perturbaciones y crisis en los mercados emergentes durante los próximos meses?

Hechos recientes

En todo caso, esta categoría de activos se vio beneficiada en 1999 por la poco común alineación de tres "estrellas": el mejoramiento de los parámetros fundamentales de los países, un entorno externo propicio y "aspectos técnicos del mercado" promisorios (es decir valoraciones iniciales favorables y un "posicionamiento" favorable de los inversionistas).

La aplicación de medidas más estrictas promovió la recuperación de la actividad económica, puso coto a las presiones inflacionarias y dio lugar al mejoramiento de la balanza de pagos. La situación externa también respaldó la recuperación de las economías de los países emergentes y mejoró las perspectivas de su balanza de pagos: en Estados Unidos el crecimiento económico siguió siendo sumamente vigoroso, y en Europa se produjo una recuperación. El incremento del ingreso a que dio origen el aumento de la exportación en las economías emergentes se vio complementado por el aumento de los precios mundiales de los principales productos básicos; en primer lugar el petróleo.

Finalmente, la valoración de la categoría de activos de los mercados emergentes partió de niveles reducidos excesivamente por una sucesión al parecer interminable de crisis en todas partes del mundo. Pero, tal como había sucedido en la crisis de la deuda de los años ochenta, la de los noventa provocó también la eliminación de gran parte del sobreendeudamiento vinculado a la excesiva obtención de crédito y el apalancamiento de los años anteriores.

Perspectivas

Eso en cuanto al pasado. ¿Qué sucederá en adelante? La evaluación de los factores internos, externos y técnicos suscita tres hipótesis:

- Primero, las perspectivas de los mercados emergentes estarán determinadas por factores contrapuestos, ya que a las fuerzas internas, en general propicias, se oponen factores externos bastante menos favorables. También tiene importancia, a este respecto, el hecho de que unos pocos países que pueden ejercer influencia sistémica sufren graves dificultades en el ámbito de la política económica.
- Segundo, y en un contexto de mayor inestabilidad, en el futuro inmediato podrían persistir diferenciales que en general se han reducido, aunque sería necesario aplicar considerables medidas restrictivas adicionales para superar los efectos de una larga serie de nuevas emisiones y de un entorno externo incierto.
- Tercero, las diferentes economías emergentes, que ya se encuentran en los extremos opuestos del espectro —en un extremo los países con parámetros económicos fundamentales sólidos, y en el otro aquellos con perspectivas económicas y sociopolíticas especialmente desfavorables—, podrían distanciarse cada vez más unas de otras. El hecho positivo es que las perturbaciones que tienen lugar en países como Côte d'Ivoire y Ecuador no repercutirán negativamente sobre la categoría de activos de que se trata tomada en conjunto.

Fundamentos

Estas hipótesis reflejan determinadas expectativas con respecto a la política económica interna, los aspectos técnicos del mercado y el entorno externo.

Los parámetros fundamentales de la política económica interna seguirán mejorando, especialmente porque el reciente fortalecimiento de ésta se basa, de manera importante y creciente, en medidas estructurales y reformas institucionales. De hecho, la cuestión clave ya no consiste en los perjuicios que las perturbaciones que tengan lugar en las economías emergentes puedan infligir a las economías de los países industriales; por el contrario, actualmente se trata de saber en qué medida el fortalecimiento de los parámetros fundamentales de las economías emergentes puede ayudar a éstas a resistir las presiones provenientes de la desorganización de los mercados financieros de los países industriales.

Dentro de esta línea de base deben tenerse constantemente presentes tres problemas: el riesgo de complacencia en materia de política económica, las dificultades con las que habitualmente se ven confrontadas las economías emergentes para

“administrar el éxito” y el hecho de que aún no se ha llegado a una conclusión cierta en cuanto a si determinados países que revisten importancia sistémica, como Argentina, Rusia y Turquía, estarán en condiciones de mantener una política bien concebida en el contexto de problemas internos y externos aunados a grandes necesidades de financiamiento externo.

En relación con los aspectos técnicos del mercado, la cuestión clave se refiere a la medida en que el financiamiento transfronterizo retorne. Esas fuentes de financiamiento, muchas de las cuales siguen considerando el otorgamiento de crédito a los mercados emergentes como cuestión táctica, y no como parte de su estrategia de inversión (estructural) se apartaron en masa de la categoría de activos en cuestión en 1998 debido al surgimiento de diversas crisis. En general se mantuvieron al margen de los mercados emergentes en 1999, pero un creciente número de ellas procuran volver a operar en esos mercados, aunque en forma paulatina, cauta y selectiva.

No obstante, dos razones explican la persistente preocupación con respecto al entorno externo. Primero, podría estar agravándose el riesgo de que no se logren los objetivos de un escenario básico de crecimiento más acelerado y equilibrado para la economía mundial. Segundo, la actual desorganización de los mercados financieros de los países industriales (títulos de deuda pública, diferenciales de *swap* y bonos de sociedades, por ejemplo, y todo ello en el contexto de preocupaciones sobre la valoración de determinados mercados de acciones) bien podría exacerbar, en la práctica, la aversión al riesgo del inversionista medio, con la consiguiente reducción del atractivo absoluto y relativo que supone invertir en activos de mercados emergentes.

Consecuencias

Estas perspectivas acentúan la importancia no sólo de que los países con economías emergentes adopten una política económica bien concebida, sino también de adecuados planes para imprevistos.

Esto supone también que los países con economías emergentes pueden volver a disponer de oportunidades para una gestión de pasivos que consiste en retirar instrumentos de deuda costosos a través de operaciones de canje y de recompra, con el consiguiente aumento de la solvencia; captar beneficios en cuanto a valor actualizado neto; establecer un punto de referencia más adecuado para evaluar la inversión extranjera directa y el acceso del sector privado a los mercados internacionales de capital y, en algunos casos, liberar garantías.

Finalmente, el hecho de que las perspectivas sean heterogéneas refuerza la importancia de que los países proporcionen a los mercados información puntual y global. De hecho, la experiencia lleva a pensar que los inversionistas bien informados son menos propensos a reaccionar prematura o exageradamente frente a la inestabilidad externa, porque conocen más cabalmente la situación imperante en los mercados emergentes. **F&D**

Este artículo se basa en la ponencia presentada por el autor, el 11 de febrero de 2000, en una conferencia del FMI sobre las perspectivas de los mercados emergentes. Las opiniones que aquí se expresan no representan recomendaciones acerca de ningún título-valor, estrategia o producto de inversión.