

A collage of terracotta soldiers and Chinese Go pieces. The terracotta soldiers are shown in profile, wearing traditional headgear. The Go pieces are circular and feature Chinese characters. The background is a warm, golden-brown color.

# El arte de la reforma

## Cómo aplicar las enseñanzas de Sun Tzu a los mercados financieros asiáticos

Andrew Sheng

En la foto, collage de los soldados de terracota de Xian y el juego de las damas chinas.

**P**OR SER una de las regiones que más crece —y que más ahorra—, Asia parece tener un futuro prometedor. Nueve años después de la crisis de Asia oriental, sin embargo, los problemas de intermediación y gestión del riesgo de sus mercados financieros aún no están resueltos y, aunque la mayoría de las condiciones necesarias para la reforma se han dado, son pocos los avances. Ello se debe en parte a que la economía asiática, subjetiva y basada en las alianzas, funcionaba como modelo autárquico. Las reglas han cambiado: con la globalización toda economía abierta debe cumplir normas internacionales de transparencia que fomenten la comparabilidad y la rendición de cuentas.

La descapitalización del mercado, producto de la crisis financiera, arrojó enormes pérdidas para los mercados bursátiles de la región. Según estimaciones, entre su apogeo en 1989 y agosto de 1998 —cuando la crisis tocó fondo— el mercado japonés perdió US\$2,4 billones de su valor, es decir, 53,3% del PIB de ese país en 1997. Entre 1996–97 y agosto de 1998, los demás mercados bursátiles de Asia oriental perdieron US\$1,4 billones, es decir, 65,9% de su PIB global, sin contar las pérdidas por la cancelación contable de préstamos bancarios en mora, la constitución de reservas y la caída de los precios inmobiliarios.

La buena noticia es que la crisis provocó cambios profundos en el sistema financiero. Sin embargo, queda una enorme tarea por delante para que Asia pueda afianzar su posición

en la economía mundial. Apoyándome en mis treinta años de experiencia en la reforma de la región, y en las enseñanzas de un estratega chino del siglo V a. C., quisiera proponer una estrategia. Aunque las empresas suelen aprovechar dichas enseñanzas para hacer frente al cambio, no se han aplicado a la reforma de los sistemas financieros.

### Reseña del sistema financiero asiático

Asia representa el 55% de la población mundial, un tercio del PIB mundial medido según la paridad del poder adquisitivo y un cuarto de las exportaciones mundiales, pero solo el 13% del mercado bursátil internacional. Gracias a una tasa media de ahorro de alrededor del 30% del PIB en las dos últimas décadas, en 2004 los activos financieros de la región (la suma del crédito bancario al sector privado, la capitalización del mercado bursátil y la colocación total de bonos) alcanzaron cerca del 300% del PIB, nivel bastante similar al de Europa y Estados Unidos.

No obstante, el sistema financiero de Asia (en este caso, Japón, China, la RAE de Hong Kong, India, Corea, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia) difiere del de Europa y Estados Unidos en varios aspectos. Primero, **está dominado por bancos** (véase el cuadro), cuyo crédito al sector privado asciende al 108% del PIB, solo ligeramente menos que la cifra de 125,3% de la Unión Europea. Aunque la capitalización de los mercados bursátiles de Asia es sustancial y su profundidad es



similar a los mercados de Europa (aproximadamente 75% del PIB en ambos casos), en realidad están considerablemente menos desarrollados que los de la UE y Estados Unidos. Si se excluye Japón, los mercados de bonos de Asia representan solo el 45% del PIB, la mitad del tamaño de los mercados de bonos de la UE (véase el gráfico).

Segundo, **la economía y el sistema financiero de Japón**, que en 2004 representaron el 52% del PIB y el 64% de los activos totales del sistema financiero de Asia, **dominan la región**. En otras palabras, Japón es casi dos veces más grande que todo el resto de Asia. Dado que el mercado financiero nipón es en gran medida interno y también dominio de los bancos, ni siquiera los centros financieros internacionales de la RAE de Hong Kong y Singapur compensan por el hecho de que Asia no está contribuyendo lo que le corresponde a escala internacional. Japón y los mercados más grandes de China, India, las economías asiáticas recientemente industrializadas y los países miembros de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental comparten la responsabilidad por el estado actual de la intermediación financiera en Asia.

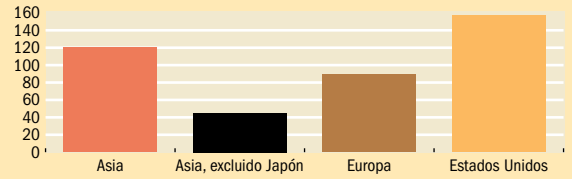
Tercero, **el desarrollo institucional del sector no bancario de Asia es menor que el de Europa y Estados Unidos**. Las innovaciones de los mercados de capital y de seguros siguen procediendo de Londres y Nueva York y, aunque la capacidad para administrar fondos está mejorando, las instituciones de ahorro contractual más grandes tienden a seguir la estrategia de inversión del sector público, que es conservadora y de orientación interna. En Malasia y Singapur, por ejemplo, los activos de los sectores de ahorro contractual, dos de los más desarrollados de Asia, ascienden a solo 60%–80% del PIB, frente a más de 160%–180% en la mayoría de los países de Europa y 100% en Estados Unidos (Musalem y Tressel, 2003). Aunque en Japón el mercado de bonos, uno de los más grandes de los países industriales, representa un 190% del PIB, gran parte de la deuda está colocada en Correos de Japón e instituciones financieras internas. Estas estrategias de inversión pasivas, adversas al riesgo y de sesgo interno, contribuyen a que los mercados de deuda y de derivados financieros de Asia sean menos líquidos y desarrollados que en los países industriales.

Cuarto, pese al elevado nivel de ahorro de la región, **el sistema financiero ha sido volátil y vulnerable a enormes pér-**

## ¿Contribuye lo suyo?

Con la excepción de Japón, el mercado de bonos de Asia sigue estando muy poco desarrollado.

(Mercado de bonos, como porcentaje del PIB, 2004)



Fuente: Cálculos de los autores.

**didas de riqueza**, en parte debido a deficiencias estructurales. Antes de la crisis, la relación precio-beneficios de los mercados bursátiles tendía a ser mayor que en los mercados desarrollados porque la deuda flotante del sector público era pequeña y algunas familias y empresas muy emparentadas controlaban los mercados, impidiendo que elementos externos o extranjeros absorbieran empresas. Además, los mercados de la región tendían a ser especulativos y a utilizarse más para apalancar acciones, a fin de constituir garantías crediticias y concentrar el control, que para captar fondos directamente del público y diversificar las participaciones de capital.

## Enseñanzas de la crisis

De la crisis financiera de 1997–98 las autoridades de Asia aprendieron la importancia de aplicar políticas macroeconómicas sólidas y de gestionar bien el riesgo para evitar desajustes cambiarios y descalces en los vencimientos, así como el valor de un buen gobierno y supervisión de las sociedades. Se dieron cuenta que el desarrollo del mercado de capitales promueve la consecución de cuatro objetivos fundamentales:

- **Mejorar la asignación de los recursos.** Se trata de reducir la dependencia del crédito bancario de préstamos a corto plazo o en moneda extranjera.

- **Facilitar la determinación de precios.** Los diferenciales de riesgo y la relación precio-beneficios deben ajustarse a las pautas internacionales y no ser ni demasiado bajos ni demasiado altos, lo cual indicaría anomalías o distorsiones en el mercado interno que invitarían el arbitraje y la especulación.

- **Lograr una sólida gestión del riesgo y evitar el riesgo moral.** Ello permitiría a los participantes de los sectores público y privado, incluidos los intermediarios financieros, gestionar sus riesgos en forma prudente y transparente para evitar sorpresas de mercado.

- **Lograr que la gestión de las sociedades sea adecuada y que el mercado sea transparente.** La eficiencia del mercado se sustenta esencialmente en la creencia del público que las entidades que captan fondos (ya sea a cambio de acciones, deuda o derivados financieros) se merecen su confianza.

La crisis de Asia también ocasionó una transformación radical de la arquitectura financiera internacional. En 1999 se creó el Foro sobre Estabilidad Financiera, que evalúa regularmente los avances en el seguimiento de la actividad financiera y alienta discretamente a los países, junto a las instituciones financieras internacionales, a adoptar normas internacionales básicas (de contabilidad, gestión de sociedades y transparencia

## Fuerte presencia de los bancos

Asia sigue dependiendo excesivamente del financiamiento bancario.

(Porcentaje del PIB)

	Activos bancarios		Mercado bursátil		Mercado de bonos	
	1990	2004	1990	2004	1990	2004
China	75,6	177,8	n.d.	40,3	8,5	29,4
Corea	32,6	68,8	48,2	56,1	34,1	74,9
Hong Kong, RAE de	205,6	299,3	107,2	486,3	1,5	28,3
India	31,4	51,1	10,4	48,4	19,9	31,7
Indonesia	29,8	38,9	4,4	24,9	0,4	24,1
Japón	100	120,5	121,7	73,2	85,9	181,6
Malasia	52,1	88,7	100,7	152,6	69,8	89,3
Singapur	74,3	104,4	95,8	149	27,8	58,6
Tailandia	56,8	79,7	29,2	72,3	9,7	38,9
Alemania	53,8	96,7	21,7	42,2	51,6	80,3
Reino Unido	87,8	115,0	85,2	123	36,8	43,9
Estados Unidos	59,6	58,8	57,5	131,6	122	157,2
Europa	42,1	86,8	52,3	72,1	65,9	88,8

Fuentes: Datos del CEIC y del sector financiero compilados por el Banco Mundial (febrero de 2006).

Nota: n.d. significa datos no disponibles.

fiscal y monetaria). Dichas instituciones incrementaron su capacidad para ofrecer programas de evaluación del sector financiero y brindar asistencia técnica. Para 2003, académicos de renombre y especialistas del sector financiero coincidían en que la eficacia de los mercados de capital exige: bolsas y sistemas de compensación y liquidación que faciliten las operaciones y mecanismos de mercado monetario para la liquidación, un sistema jurídico que vele por el cumplimiento de los contratos, información puntual sobre la solidez financiera y las perspectivas de los países y una gestión empresarial que asegure a los inversionistas que sus fondos no serán ni derrochados ni malversados.

### Es hora de intensificar la reforma

La reforma de los mercados financieros de Asia es actualmente una tarea apremiante por razones internas y externas. Las autoridades reconocen que la falta de mercados de capital líquidos y desarrollados en la región limita la eficiencia interna. Un mercado bursátil eficaz ayudaría a reforzar la gestión de muchas empresas, sobre todo las estatales, porque las sometería a las pruebas del mercado. Asimismo, se requieren mercados de bonos y de instrumentos derivados que sean líquidos y desarrollados para financiar la infraestructura social a largo plazo y mejorar la gestión monetaria y cambiaria.

Los US\$2,1 billones que Asia mantiene en reservas de divisas en los mercados de Estados Unidos demuestran no solo que los mercados extranjeros son más eficientes, sino también que los de Asia no pueden absorber el ahorro interno con eficiencia. Aunque la economía asiática es relativamente nueva y tiene grandes focos de pobreza, lo cual hace que la necesidad de invertir en estructura social sea necesariamente gigantesca, ni los mercados de capital ni los intermediarios internos están en condiciones de satisfacer esas necesidades.

En el frente externo, y dada la creciente importancia de Asia en la economía mundial, tanto Estados Unidos como Europa están ejerciendo presiones sobre los países asiáticos para que flexibilicen sus regímenes cambiarios a fin de corregir los desequilibrios mundiales. A nadie le interesa que un retiro masivo de estas reservas de divisas desestabilice los mercados mundiales. Y nadie niega que un mercado de capitales vigoroso y resistente en Asia sería un componente importante de la red financiera mundial, ni que un mercado de capital débil y una infraestructura menos sólida plantearían riesgos sistémicos.

Casi todas las condiciones necesarias para que Asia pueda emprender rápidamente las reformas ya existen. No escasean ni el ahorro, ni la tecnología, ni los conocimientos especializados para dotar a los mercados financieros de infraestructura y equipo informático modernos. Las instituciones financieras internacionales están dispuestas a brindar asesoramiento, se han establecido y divulgado normas mundiales, y las empresas financieras extranjeras desean coadyuvar al desarrollo de los mercados financieros. Hay acuerdo incluso con respecto a la secuencia de las reformas: se empezaría por activar el mercado monetario para establecer los mercados cambiarios y de deuda pública, luego se pasaría a la deuda empresarial, participaciones de capital y valores respaldados por activos y, por último, a los complejos mercados de derivados (véase Karacadag, Sundrarajan y Elliot, 2003). Es más, los reformistas saben cuáles son las reformas institucionales y de política necesarias para imprimir mayor eficiencia y dinamismo a los mercados internos.

Al mismo tiempo hay una mayor toma de conciencia, e incluso frustración, de que la reforma del sector financiero es más difícil y tardará más de lo imaginado. Pese a que hubo voluntad política en un inicio, los avances se frenaron a medida que fue atenuándose la amenaza de crisis; algunos países habrían incluso dado marcha atrás al proceso.

¿Por qué son tan desiguales y esporádicos los avances? Hay muchas razones, entre otras, desacuerdo acerca de la velocidad con que pueden emprenderse las reformas, divergencias en el asesoramiento de políticas y quejas de las empresas sobre la complejidad reglamentaria y los costos de cumplimiento cada vez mayores que actúan como barreras a la competencia y al acceso a los mercados.

## Dado este énfasis en la transparencia y la equidad, considero que Asia debe cambiar fundamentalmente de mentalidad.

### Propuesta para un paradigma de reforma

Tras años luchando para llevar adelante las reformas, entre ellas los cambios legislativos, el fortalecimiento institucional y la reestructuración, me doy cuenta de que la reforma del sector financiero no debe abordarse por partes; exige un enfoque de economía política integral, incluso holístico. Apoyándome en las enseñanzas de Sun Tzu, cuyo libro, *El Arte de la Guerra*, es lectura obligatoria en las escuelas de negocios, quisiera proponer el siguiente enfoque para reformar los mercados financieros de Asia.

¿Por qué remontarse a la historia antigua? Leyendo a Sun Tzu en chino y aplicando los conceptos modernos de gobierno y gestión, caí en la cuenta de que su mensaje es más sutil y profundo de lo que transmiten las traducciones convencionales. Tratándose del comportamiento de la sociedad y de la competencia o de los conflictos entre instituciones, siendo la guerra el ejemplo extremo, la calidad de la gestión de gobierno es lo que determina el resultado. Según Sun Tzu, en la guerra (y en la toma de decisiones en situaciones de incertidumbre) entran en juego cinco factores: “orden moral”, “cielo”, “tierra”, “liderazgo” y “derecho/disciplina”. ¿Cómo se aplican a los mercados modernos?

En primer lugar, los mercados compiten entre sí y los participantes preferirán al que consideren el más justo (el tema moral). Los participantes buscan mercados transparentes que protejan sus derechos de propiedad y cuyos costos de transacción sean bajos. No es de sorprender que algunos mercados emergentes con características muy monopolísticas padezcan de falta de liquidez, baja credibilidad de mercado, altos costos de transacción y fuga de capitales.

Segundo, el concepto de “cielo” representa la incertidumbre temporal y los factores de fuerza mayor. Ya que toda reforma conlleva elementos desconocidos, deben sopesarse los riesgos y las oportunidades, ajustando los procedimientos, las reglas y los principios a la providencia y a las condiciones vigentes.



La gestión del riesgo, la calidad de la información y la evaluación del riesgo y las oportunidades son todos componentes de la gestión de proyectos, desde el más pequeño hasta la macrogestión de la reforma financiera.

Tercero, el concepto de “tierra” se refiere a la evaluación de los recursos, la logística y las características del entorno. Las reformas deben ajustarse al tamaño de los mercados y a la disponibilidad de los recursos (humanos, intelectuales, financieros y políticos). Un mercado grande y disperso requiere un enfoque de reforma distinto que un mercado compacto. Deben sopesarse estratégicamente los intereses creados.

Cuarto, el concepto de “liderazgo” es la cualidad amorfa que determina la gestión de gobierno de las instituciones sociales. El reciente historial de reformas está repleto de líderes ineptos que despilfarran oportunidades y de personas eficientes que efectúan reformas financieras en condiciones casi imposibles. Con frecuencia, las empresas extranjeras ofrecen la tecnología, los conocimientos y el acceso a los mercados que incrementan la eficiencia y la credibilidad del mercado interno. Evidentemente también pueden terminar siendo competidores en el juego del mercado. En las reformas internas debe encontrarse un equilibrio entre ceder a sentimientos nacionalistas que bloqueen las reformas y permitir una afluencia de talento y competencia del exterior que asegure que las rentas no las perciban solo los privilegiados y que no se saque provecho de los intereses creados. Un buen líder debe saber cómo lograrlo.

Por último, “derecho/ disciplina” se refiere a la estructura de incentivos de los mercados. El debate en torno a la gestión de las empresas ha demostrado que los cambios legislativos y normativos no necesariamente modifican el comportamiento de las empresas; las leyes deben aplicarse. Análogamente, los estudios recientes apuntan a que las burocracias deben poder alinear intereses con objetivos para implantar los cambios reglamentarios. Sin incentivos adecuados, la excesiva identificación con la normativa, la inercia o la corrupción desvían a las burocracias, impidiéndoles alcanzar sus objetivos sociales o de mercado.

### Aplicación de las enseñanzas de Sun Tzu

¿Cómo se efectuaría este cálculo estratégico en un marco moderno? Los mercados son sistemas sociales que deben gestionarse y cuyos participantes tienen esencialmente las siguientes inquietudes:

- La **equidad** que perciben en el mercado.
- La **transparencia**: ¿Pueden juzgarse la eficacia en la prestación de bienes públicos y privados y la medida en que se protegen sus derechos de propiedad a partir de la información disponible?
- La idoneidad de las normas globales para poder evaluar la **rendición de cuentas**.
- Los problemas de gestión de gobierno que pueden **incidir** en los resultados. El riesgo moral, la falta de cumplimiento y de competencia y los abusos administrativos pueden ocasionar enormes pérdidas de mercado, causando fugas de capital o quiebras y crisis financieras.

Dado este énfasis en la transparencia y la equidad, considero que Asia debe cambiar fundamentalmente de mentalidad. Debe abandonar la subjetividad y las alianzas y

adoptar una economía basada en las reglas. Cuando las alianzas sustentan la economía, las reglas del juego son poco claras y no hay transparencia. En el pasado, los mercados emergentes no podían atenerse a las normas internacionales porque carecían de pericia, recursos y capital humano para competir a escala mundial. Cuando eran economías relativamente cerradas, los mercados asiáticos podían funcionar sobre la base de alianzas arraigadas y una élite.

Aunque Asia pueda imputar la exposición de sus deficiencias internas a la globalización, solo podrá culparse a sí misma si no adopta normas internacionales de eficiencia y de comportamiento del mercado, porque la pérdida de eficiencia y de producto afectará sobre todo a sus ciudadanos. Las crisis financieras suelen recaer sobre los más pobres y vulnerables; los ricos cuentan con medios para diversificar el riesgo.

La globalización y la aparición de Internet no admiten excusas. La Organización Internacional de Comisiones de Valores, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros, el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad y la OCDE emiten normas que el FMI utiliza para evaluar y calificar las economías en el marco del Programa de Evaluación del Sector Financiero. Tanto los inversionistas internos como los internacionales se apoyarán en esas evaluaciones y en las de las agencias de calificación del crédito y las publicaciones de analistas internacionales para formarse su propia idea de la gestión de gobierno de los mercados asiáticos. Y en ese sentido harán bien en recordar el dicho de Sun Tzu: el que conoce a su rival y a sí mismo es el que triunfa en el juego de la competencia global. ■

*Andrew Sheng, ex Presidente de la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong, es profesor visitante en la cátedra Tun Ismail Ali de la Universidad de Malasia y profesor adjunto de la Escuela de Egresados de Gestión Económica de la Universidad Tsinghua.*

#### Referencias:

Fondo Monetario Internacional, 2004, “Financial Sector Regulation: Issues and Gaps”; <http://www.imf.org/external/np/mfd/2004/eng/080404.pdf>.

Karacag, Cem, V. Sundrarajan y Jennifer Elliot, 2003, “Managing Risks in Financial Market Development: The Role of Sequencing”, en *The Future of Domestic Capital Markets in Developing Countries*, Robert E. Litan, Michael Pomerleano y V. Sundrarajan, compiladores (Washington: Brookings Institution).

Musalem, Alberto R., y Thierry Tresselt, 2003, “Institutional Savings and Financial Markets: The Role of Contractual Savings Institutions”, en *The Future of Domestic Capital Markets in Developing Countries*, Robert E. Litan, Michael Pomerleano y V. Sundrarajan, compiladores (Washington: Brookings Institution).

Sheng, Andrew, 2004, “Optimal Financial Structure for Economic Growth: Lessons from Other East Asian Economies” (Beijing: China Centre for Economic Research).

———, 2005, “Attracting Global Investors to Emerging Markets”, estudio presentado en el seminario de la OICV “Emerging Markets Regional Training”, Taipei, 24 de febrero de 2005; disponible en [www.sfc.hk](http://www.sfc.hk).

Suntze, 1999, *The Art of War* (Singapur: Graham Brash [Pte] Ltd.).