

Entre “Carry Trade” y “Margin Call” ¿Burbuja en los “Mercados”? ¿Otra Crisis Mundial en el horizonte?

Between “Carry Trade” and “Margin Call” Bubble in the “Markets”?
Another Global Crisis on the Horizon?

Alberto José Figueras

Profesor Emérito Universidad Nacional de Córdoba(Argentina)

Director Asociado de Actualidad Económica, Universidad Nacional de Córdoba, Facultad de Ciencias Económicas, Instituto de Economía y Finanzas (Argentina)

alberto.jose.figueras@unc.edu.ar

*Un economista es un experto
que sabrá mañana por qué
las cosas que predijo ayer
no ocurrieron hoy*

Lawrence Peter

(en Economic Indicators, *The Economist*,
2008)

Estimados Lectores:

La economía mundial vive desde hace un par de décadas inmersa en un proceso de “financiarización”, significando con este concepto que el sector financiero ha crecido exponencialmente, superando la evolución de los sectores productivos propiamente dichos. ¿Un ejemplo de esta evolución? La capitalización de todos los mercados financieros del mundo era en 1980 el 120% del PBI mundial, 310% en 2000 y 316% en el año 2010. Esto se da por una serie de factores: la globalización, el movimiento internacional de capitales, los

enormes déficits públicos que obligan a los gobiernos a recurrir cotidianamente al mercado de capitales y la presencia de las TICs que favorecen e impulsa todo lo anterior.

En ese marco, en la primera semana de agosto, los “mercados” temblaron por la abrupta caída del Índice Nikkei, el principal índice bursátil del Japón. Se temió un contagio general y que, como último efecto, la economía real bien podría derrumbarse. Debemos recordar que la sociedad de hoy vive bajo la obsesión del crecimiento y del consumo compulsivo. Así que toda detención, o ralentización siquiera, es vista como una tragedia.

¿Es que estalló una burbuja en los “mercados”? ¿Qué importancia tienen estos? ¿De qué hablamos cuando decimos “mercados”? Si bien hay tantos mercados como bienes, servicios, recursos, etc. puedan ser susceptibles de intercambio, en los medios masivos de co-

municación, en general, una referencia a “los mercados” apunta a los mercados financieros. Es decir, en particular al contexto en el que se realiza el encuentro voluntario entre “ahorradores” e “inversores”.

Esta identificación surge de la importancia en una economía moderna tanto del ahorro¹ como de la inversión, así como de su marco virtual de “encuentro”: el mercado financiero². Las zonas geográficas y épocas de prosperidad desde el siglo XVI hasta hoy están muy atadas a la eficiencia de los mercados financieros. Allí está para contrastar lo dicho, la prosperidad material de los Países Bajos, donde surgieron los mercados de valores (“bolsas”)³, frente a la decadencia del Imperio Español en esa misma época (siglo XVII), y esto pese a contar con las vastas riquezas de las Indias.

Pero estamos remarcando la prosperidad como un hecho macro, pero esto se conecta biunívocamente a lo micro; y allí está la teoría del portafolio (o cartera). Quien llamó la aten-

ción sobre la importancia del portafolio fue J. M. Keynes. La riqueza se distribuye en varias formas, algunas son monetarias (dinero líquido) o financieras (títulos de deuda pública o privada, acciones, etc.). Precisamente, la teoría de la cartera se refiere a la composición o distribución de esas tenencias. La cual se conecta a la clase de riqueza que cada activo representa, a su rentabilidad y su liquidez.

Aquí surge una pregunta que todos nos hacemos en algún momento. Incluso aquellos que están alejados de la reflexión económica. **¿Cuánto realmente vale un activo para invertir?** Puede decirse groseramente que existen dos grandes formas de valorar un activo (p.ej. una empresa o un título): el enfoque patrimonial y el enfoque de proyecto. Uno mira el pasado, el otro avizora el futuro. Uno resulta sustancialmente objetivo; el otro, en esencia, es subjetivo.

Podemos señalar brevemente que en el enfoque patrimonial (de método de “balance” o histórico), la valuación dependerá del valor contable de registro. Es una visión estática, no mira el futuro sino el pasado. En cambio, los métodos basados en el enfoque de proyecto (o de descuento de flujo de fondos) trabajan el valor del activo de que se trate con una perspectiva de horizonte, definiendo un flujo de

1. Pese a que algunos minusvaloran la importancia del ahorro, ésta puede ser percibida con claridad, sin caer en sofisticaciones innecesarias en estas líneas, valiéndonos del tradicional modelo de crecimiento de Solow-Swan, el cual pronostica que un aumento de la tasa de ahorro acelera la tasa de crecimiento del ingreso por habitante a corto plazo y eleva la intensidad del capital a largo plazo.

2. Para que una economía crezca, una vía es aumentar el capital por habitante. Para ello es preciso contar con un sacrificio en el consumo presente. Es decir, un ahorro que esté disponible para ser invertido. El puente es el mercado financiero. El crédito disponible en él debería estar en correlación con las preferencias de los agentes por el ahorro (como complemento de las de consumo), presentes en el mercado de bienes. Un exceso de crédito por sobre el ahorro disponible, a largo plazo, conduce a serios problemas de desajuste (ciclos exacerbados, burbujas, crisis). Un exceso de inversión por sobre la capacidad de ahorro macro es una inconsistencia: en una cierta analogía, es como pretender sembrar (inversión) más semillas que las que aparté (ahorro) de aquellas cosechadas (producto). Esto es posible que acontezca por la creación de dinero (sea monetario, sea bancario, dada la presencia de banca fraccionaria). “*En la mayoría de los episodios especulativos se fabrica dinero del que se beneficia la élite económica, mientras que las pérdidas son asumidas por el grueso de la población*” (Pujol Álvarez, 2016)

3. Los antecedentes medievales de las actuales bolsas son las lonjas o lugares de reunión de los mercaderes. El vocablo “bolsa” aparentemente surgió en Flandes, concretamente en Brujas (hoy Bélgica), por el emprendimiento de una especie de encuentro para intercambio de valores en el palacio de la familia Van der Bursen. De este apellido, por deformación, habría resultado la palabra “bolsa” en español; y también en otras lenguas: bourse (en francés), borsa (en italiano) e incluso Börse (en alemán). Flandes fue una zona propicia para los desarrollos bursátiles. Fueron mercaderes flamencos quienes idearon fraccionar el riesgo por vía de particionar el capital, emitiendo acciones. Cuenta Vallvé-Ribera (1977) que fue un sefardita, radicado en Flandes, quien escribió el primer libro sobre estos temas en 1688: “Confusión de confusiones: diálogos curiosos entre un filósofo agudo, un mercader discreto y un accionista erudito”.

fondos esperado, y "trayéndolo" al momento de la valoración por vía del instrumento de conexión intertemporal; esto es, la tasa de interés. En palabras más técnicas, se obtiene el Valor Actual Neto (VAN) del "proyecto". Esta es la metodología preferida por los economistas.

Es decir, que si miramos la cosa como gustan los economistas, un activo (o una empresa) vale lo que se espera obtener de él en el futuro; es decir, la corriente de ingresos netos esperados. Pero he aquí que esta corriente variará según cada cual; de acuerdo al "proyecto" que tenga en mente para el bien de que se esté tratando. Valga el ejemplo, el terreno baldío vecino a nuestra casa presentará distinto valor si allí instalamos un comercio de zapatos, un restaurante, una escuela o una fotocopiadora. Esto permite comprender porque causa lo que para algunos es muy valioso, para otros no despierta ningún interés especial.

Estas dos formas generales de valoración se conectan a otras más propias de los mercados de valores. En el ámbito de la inversión en bolsa, los que destinan sus esfuerzos a operar en el corto plazo, utilizan el método de los "technicals"; y también una serie de indicadores bursátiles como el "*price earnings ratio*" y la relación precio-valor de libros, que resignan precisión, pero ganan en facilidad de cálculo. Los análisis técnicos necesitan contar con el software apropiado y un experto para poder definir los "soportes" y las "resistencias" más o menos coherentes. Dos términos muy específicos de la metodología que no tocaremos, pero que son de uso habitual en la jerga.

Para análisis de largo plazo, la cosa es sustantivamente distinta. Sustentándose en los "*fundamentals*". En general hay consenso en que el mejor método es el de descontar los flujos de caja futuros, con toda la recopilación de información y cálculo que esto exige. Sin embargo, la complejidad y el costo de aplicación hace que sean pocos los que destinen esfuerzo y dinero a la valuación de una empresa con fin

de ganancia bursátil. El método básicamente consiste en comparar la valuación empresarial obtenida con el valor de mercado de la empresa "en la rueda" de bolsa. La teoría dice que si el flujo de fondos está bien calculado, el precio de mercado debe converger, a mediano o largo plazo, a la estimación a partir de los flujos de caja esperados.⁴

La complicación del método del "Valor Actual Neto" de flujos futuros descontados, radica en que quien realice la estimación debe aplicar su criterio para determinar las utilidades futuras del "proyecto", estudiar cuidadosamente los posibles escenarios macroeconómicos, los particulares del sector y empresa y los mercados actuales y potenciales. Pero esas condiciones no son las únicas que ponderan. También interesan las políticas de dividendos, de inversiones, etc. Luego hay que tomar la decisión más importante del proceso: ¿cuál es la tasa de descuento a aplicar? Hay distintos componentes en esa tasa: por ejemplo, el plazo de análisis y el riesgo involucrado (que se puede desdoblar en "riesgo país", que puede incluir el "riesgo sistemático" y el "riesgo particular"). En última instancia, la tasa de descuento elegida deriva de un enfoque "subjetivo".

Está en la naturaleza de los mercados que los precios varíen. Pero debemos preguntarnos si es razonable que los valores en bolsa varíen tanto y en tan corto tiempo como es común en los mercados emergentes, y a menudo también en los desarrollados. Si los expertos son incapaces de anticipar los grandes derrumbes, qué decir del inversionista que no sigue minuto a minuto los vaivenes en la rueda. De allí la

4. Mientras el análisis técnico (o método de los "technicals") se vale de herramientas que trabajan datos tomados del pasado del propio título analizado, a fin de identificar comportamientos y tendencias y prever así un probable futuro, el análisis fundamental evalúa la salud económico-financiera del emprendimiento, las perspectivas del sector, de la economía toda y cualquier otro factor que pueda afectar el precio del activo. Son dos escuelas bien distintas.

aparición de las llamadas “burbujas” y su estallido, siendo ambos eventos consecuencia del comportamiento en manada.

Durante el período de formación de la burbuja, el optimismo y el ánimo especulativo conducen a comprar activos con la expectativa de venta futura a precios más altos. Bien se dice que las burbujas se conforman sobre una ilusión y se alimentan con la codicia.

Los precios pues, suben y bajan, dando paso a ciclos financieros. Pero esto no es todo. También están los ciclos reales o de la economía “productiva”. Los ciclos reales, de más está decirlo, se conectan completamente con los cambios en los mercados financieros. Estos, por su inmediatez, reflejan más rápidamente las preferencias y expectativas de los agentes económicos (ahorristas e inversores). En otras palabras, se adelantan. En las pizarras de las ruedas de bolsa, reverberan las expectativas e inclinaciones económicas. Schumpeter lo decía en su obra “Business Cycles” de 1939: *“Es natural esperar que las alzas en el mercado de valores, generalmente y a falta de factores de fricción, empiecen y ganen intensidad antes y de una forma más rápida, que el cambio correspondiente en el sector productivo (...) mientras la economía general puede y, a menudo, vuelve a una coyuntura dada de una manera completamente ordenada, esto es casi imposible de imaginar en los mercados de valores”*. Así se dan distintas fases: momentos de euforia (en los cuales la demanda de un activo aumenta con fuerza, subiendo velozmente su precio), momentos de manía (en los cuales el optimismo inicial de la euforia se extiende en disparada), dando lugar, cuando el ánimo especulativo se generaliza, a una “burbuja” (entonces los precios alcanzan valores superlativos).

Pero a estas fases positivas de alza, le siguen fases de descenso, de caída de precios de los activos: cesa la euforia y la manía compradora se revierte, y se produce una estampida

de salida y una fase de pánico (en la cual la burbuja estalla... y los precios ya no bajan sino que se derrumban). No es ni más ni menos que una corrección..., un “ajuste” a la realidad.

Este estallido, este pánico, tiene un impacto directo que afecta la demanda agregada por el “efecto riqueza” (o patrimonial), debido a la reducción de los valores patrimoniales de los agentes. Los ahorristas, que han confiado sus fondos al mercado de capitales, ven evaporarse esos ahorros. Al igual que la inflación erosiona nuestra riqueza líquida, la caída de la bolsa erosiona nuestra riqueza en activos financieros no líquidos. La riqueza representada en títulos se evapora. Es como si un terremoto afectara una ciudad de casas residenciales: de mansiones lujosas no quedan sino escombros. Como consecuencia, no se tiene la misma posibilidad de consumo de antes y entonces la demanda agregada cae.

Así la crisis financiera tiene su correlato en un ciclo real... y con retroalimentación. Hay una relación biunívoca que muchos han estudiado, como Charles Kindleberger en su “Manias, Panics and Crashes” (1978). Son famosas la Crisis de Holanda del siglo XVII (desprendida de la Burbuja de los Tulipanes, probablemente la más irracional de todas), la Crisis Francesa de 1720 (derivada de la Burbuja de la Compañía del Misisipi o de la Banca Law), la Crisis del 30 (que emana del Crac del 29), la Crisis de 2000 (de la Burbuja Tecnológica o de las puntocom), la Gran Recesión de 2008/2009 (de la Crisis de los Derivados o de las hipotecas subprime)

Crisis y Burbujas: La inestabilidad financiera

Entonces, recapitulando a partir de lo introducido, el sistema financiero cumple un rol central en una economía de mercado. Quizás por eso provoca tanta aversión entre quienes se inclinan por una economía central planifi-

cada. Así como un sistema financiero fuerte estimula el crecimiento (dando préstamos a empresas y a consumidores), al contrario las condiciones financieras adversas conspiran contra el buen desempeño de la economía real. Esto significa que la debilidad del sistema financiero potencia las crisis y las acelera. Juega como una bola de nieve... para bien y para mal. Es el llamado fenómeno del “acelerador financiero”.

Aceptado esto puede entenderse la “hipótesis de la inestabilidad financiera”, que Hyman Minsky considera endémica en las economías de mercado. Su concepto central es muy sencillo de comprender ya que se observa en el operar no solamente de las grandes empresas sino del hombre común.

En los períodos de auge, los demandantes de crédito se vuelven más temerarios, solicitando créditos más riesgosos (digamos para proyectos de inversión con VAN relativamente bajos). A su vez, las entidades crediticias se hacen menos cautelosas, y otorgan préstamos cada vez para actividades de mayor riesgo económico. La combinación de unos y otros conduce a burbujas financieras que se sustentan en la continua alza de precios de los activos. Pero, ante una nube en el horizonte, surgen las dudas sobre el futuro, se da un “stop”, todo se detiene y se inicia el proceso de derrumbe.

En condiciones normales, los demandantes (prestatarios) obran como *prestatarios de cobertura* ¿qué significa esto? Significa que el valor del crédito más los intereses pueden ser cubiertos por sus “ingresos operativos ordinarios”. Sin embargo, en los períodos de gran auge suelen aparecer los *demandantes prestatarios especulativos* (también llamados “prestatarios Ponzi”), quienes con los resultados ordinarios no pueden devolver el crédito (a veces ni siquiera los intereses) y especulan con que las ganancias de capital (por la continua suba del valor de los activos) les permitirá en el

futuro cubrir el monto (crédito más intereses) e incluso hacer una buena diferencia. Pero esta operatoria, si se generaliza, torna muy inestable el sistema financiero, ya que si los activos comenzaran a bajar de precio (p.ej. por que los bancos comienzan a exigir mayores garantías e intereses), al quedar descubiertos los préstamos, se podría generar una cadena acelerada de ventas..., y de pérdidas de capital. El sistema se torna insolvente. Es cuando la burbuja estalla..., y alguien tiene que pagar los platos rotos, la fiesta vivida.

Esta inestabilidad intrínseca se agrava por la generalización entre los agentes de sofisticadas estrategias de cobertura, con el juego de las opciones⁵: opciones de venta que se utiliza para proteger una posición larga, y opciones de compra que suelen utilizarse para proteger una posición corta. Destacados analistas entienden que las opciones disminuyen la volatilidad de los activos. En lo personal, me inclino por pensar que la presencia de estas posibilidades incentiva a los operadores a multiplicar operaciones codiciosas, “jugando a la bolsa”, y alejando el mercado de valores de la economía productiva que debería reflejar.

Caída Nikkei, Futuro Bursátil e Insolvencia Externa

Creemos haber presentado una perspectiva de la conexión del ciclo en el recinto de encuentro virtual entre los “ahorristas” en activos financieros (la bolsa) con la economía productiva. De esta conexión, que nos parece innegable, emerge el temor presente ¿puede la fuerte caída del Índice Nikkei estar anticipando un derrumbe mundial... pese a su recuperación? ¿Ha sido una razonable duda objetiva sobre el futuro de la economía real el desencadenante o lo fue el movimiento de una variable finan-

5. Para quien la tiene, las opciones dan el derecho, pero no la obligación, de concretar una dada operación: de venta si es una opción de venta; o de compra si es una opción de compra.

ciera, como la tasa de interés que altera, según vimos, la valoración de los activos?

Veamos qué ha sucedido en la bolsa japonesa. Prestigiosos analistas de nivel internacional entienden que en el fenómeno están presentes dos operaciones muy conectadas: el “carry trade” y el “margin call”.

La operación de “carry trade” o bicicleta financiera, consiste en solicitar un préstamo a tasa baja y utilizarlo para aplicar en un activo financiero que genera un rendimiento superior. Más aún si ese rendimiento se amplía con la presencia de una brecha en el mercado de divisas. Esto se entiende pues se pide en una moneda que tiende a depreciarse y se invierte en otra moneda que tiende a apreciarse. De ese modo, ambos rendimientos, la diferencia de tasas más brecha cambiaría, se suman.

Durante años, las tasas en Japón fueron nulas o casi nulas, mientras en EE.UU o Europa iban al alza. Por tanto, los operadores se endeudaban allí, para invertir en activos de otros lugares con rendimiento positivo. Tomaban deuda en yenes (moneda que se depreciaba) a tasas bajas y compraban activos financieros en dólares o euros (monedas que se apreciaban). Doble ganancia: por tasa y por tipo de cambio. Esto fue llevando a un gran “apalancamiento”.⁶

6. Ese apalancamiento puede ser descomunal. Potencia las ganancias. Las levanta como una palanca, de allí el nombre..., pero también potencia las pérdidas. Como ejemplo de la dimensión de ese apalancamiento, recuerdo que antes de la Gran Recesión 2008/2009, un colega que tenía 100.000 dólares en EE.UU., recibía propuestas para operar en línea, en una plataforma, comprando títulos por hasta 1.000.000. Con la garantía de esos mismos títulos, pero con un margen de 900.000 de respaldo. Si los títulos caían por debajo de 900.000, entonces la entidad no estaría cubriendo la totalidad del crédito otorgado (900.000 + 100.000 del depósito), y por tanto solicitaba aumentar el depósito o vendía los títulos. Cuando comenzó la baja, en 2008/2009, la operación de venta para deshacer la posición financiera se generalizó, y se derrumbó la bolsa..., pues los bancos salían a vender en masa los títulos en garantía.

Los efectos peligrosos de este apalancamiento se agravan por el mecanismo implementado. Las entidades financieras prestamistas solicitaban garantías en títulos (eran, pues, créditos “colateralizados”). Es decir que los agentes tomadores debían poner como garantía de las deudas contraídas títulos (que, en general, iban adquiriendo). Pero los bancos, concedores de los riesgos presentes por los vaivenes del mercado, habitualmente establecen una estrategia de reaseguro para sus préstamos: fijan un nivel de “margin call”. Es decir, se establece un margen amplio de valor de esos títulos en garantía para mantener abierto el crédito. El valor de cotización de los títulos de respaldo supera inicialmente en alto porcentaje el valor del crédito otorgado, y se establece que si el título baja hasta un dado margen, el deudor deberá aportar una ampliación de esa garantía, y de no ser así, el banco puede vender los títulos establecidos originalmente como respaldo. Se dice que el banco proporciona una “llamada de advertencia” acerca de la situación: “está usted en el margen de garantía”. De allí lo de “margin call”.⁷

El disparo de partida, del caso que nos ocupa, fue la subida de las tasas de interés en Japón, adicionado a la posibilidad de una disminución de la actividad en EE.UU y a la baja de la tasa de referencia por la Reserva Federal. Esto llevó a que la valuación de los activos en el mercado japonés cambiara. Caían los beneficios esperados y subía la tasa de descuento, con lo cual el valor presente o actual (el VAN

7. Por ejemplo, la entidad financiera presta 100 dólares y solicita como respaldo 170 dólares en títulos, con un margen de liquidación de 140 dólares. Si los títulos, que valían 170 comienzan a caer y caer (obviamente por exceso de oferta)..., hasta 141 dólares no hay problemas, pero se avisa al deudor que está en el margen, y que, si la valuación desciende por debajo de 140, la posición se liquidará de modo automático (más hoy, con los sistemas informáticos). Cuando esto se da de modo generalizado, la ola vendedora aumenta exponencialmente y los títulos que habían caído, en el ejemplo 30 dólares, por la corrida finalizan perdiendo mucho más.

mencionado) de los activos financieros se redujo. Lo cual llevó a que los agentes iniciaran una tendencia vendedora.

Pero esto desembocó en que los valores en respaldo de las deudas cayeran por debajo del “margen de mantenimiento”, y se produjo un “margin call” masivo que no pudo ser atendido, y los bancos comenzaron a liquidar en masa los títulos en garantía. Las posiciones se liquidaban de manera forzosa (y automática). El resultado fueron jornadas consecutivas de cascada en Japón⁸, y por reverberación en los otros mercados; que, sin embargo, no ha llevado hasta ahora a un “efecto bola de nieve”, y los mercados se han recuperado (el Nikkei, a fines de agosto se encuentra rondando un valor de 38.000).

Pero la caída de las bolsas, como en anteriores ocasiones, es vista como un inicial impulso deflacionario que, al crear un efecto de riqueza negativo, puede sumir a la economía mundial en un período de crecimiento lento, si no en una recesión: agentes económicos e intermediarios financieros temen quedar expuestos a una posible crisis. Las expectativas adversas llevan a una menor inversión, lo que se suma a la contracción por efecto reducción en la riqueza o valor patrimonial de las tenencias de los agentes. Puede decirse que los mercados financieros transmiten información de un modo tal que bien puede pensarse como un ámbito de “trofalaxis” económica.

Vale una cita: “*El mercado de valores en un todo (...) deja percepciones sobre el estado*

8. La caída se inició en el Nikkei 225 el día 10 de julio (cuando había alcanzado un valor de 42.000) e hizo valle el 5 de agosto (con valor de 31.400). Una baja de un 25%. Atención, en el lenguaje coloquial se suele hablar de “puntos” pero esto es incorrecto estrictamente hablando. Aunque el valor del Nikkei se expresa como un número, no es correcto decir que se mide en puntos. El término “punto” ha quedado asociado más con índices como el Dow Jones Industrial Average, que utiliza un método de cálculo ligeramente diferente.

de la economía como un factor clave al determinar la totalidad de los precios accionarios. (...) Por lo tanto, los precios son altamente cíclicos y actúan como indicadores anticipados de expectativas” (Economic Indicators, The Economist, Profile Books, UK, 2008).

Lamentablemente estas burbujas económicas suelen generarse por exceso de optimismo que lleva a inversiones desproporcionadas de dos maneras: (a) por superar los niveles de ahorro disponibles; (b) por superar estimaciones prudentiales de actividad futuras (pero en las burbujas lo que predomina no es precisamente la prudencia).

Al inicio de su obra, “*De vuelta a la economía de la Gran Depresión*”, de 1999, Paul Krugman dice que la economía de la depresión había regresado por “*fallas de la demanda, es decir un gasto privado insuficiente que no utiliza la capacidad productiva disponible*”. En otras palabras, la demanda agregada es menor que la oferta agregada.

Pero esto depende de cómo se lo mire: puede muy bien ser también resultado de un exceso de oferta por haberse sobredimensionado ésta por una expansión excesiva de las inversiones en períodos pasados. Tal exceso puede atribuirse a la codicia, a hombros de un ingenuo optimismo y también, si seguimos la teoría de Thornton-Wicksell, a una señal inadecuada de los mercados vía una tasa de interés bancaria (o “monetaria”) por debajo (y tal vez muy por debajo) de la tasa que prevalece implícita en los mercados reales o de bienes. Dicho de otro modo, una cantidad de inversión por sobre el ahorro disponible. Y este exceso (en el nivel de actividad), este auge, con el tiempo exige una corrección hacia abajo, que se inicia con un ajuste en el mercado financiero (la burbuja estalla), y se transmite a la actividad productiva (recesión). De allí los muy fundados temores que abrió la evolución del Nikkei.

Dos puntos a contemplar para evaluar el futuro. El primero es la decisión de Warren Buffet, uno de los inversores de bolsa más exitosos de la historia y enrolado en la línea de operar en base al análisis fundamental (los “fundamentals”), de tomar posiciones de liquidez. Desarmó buena parte de sus posiciones accionarias (en especial, Apple). Se dice que su posición líquida (cash más títulos de altísima liquidez, como los bonos de EE.UU.) estaría por sobre los 270 mil millones de dólares. Nunca antes habría alcanzado esos niveles.⁹ Es evidente que “desconfía” del futuro en bolsa. El segundo punto a considerar amerita sumar una cita que lo condensa: “*Para predicciones económicas, hay que centrarse en los índices de mercados generales que promedian los errores. Por ejemplo, usar el índice Standard & Poor’s 500 en vez de usar el Índice Promedio Industrial del Dow Jones (...)*” (*Economic Indicators*, The Economist, Cap.12, Profile Books, UK, 2008)

¿Y qué repercusión tiene en nuestros países periféricos? Poca importancia tiene la limitada influencia directa de la economía japonesa. Las vías de transmisión no están en los intercambios económicos sino en el humor de los inversores. Es suficiente el temor de un par de centenares de los inversores más importantes (especialmente institucionales, como bancos, administradores de fondos de pensión, aseguradoras, fondos de inversión)

para que se desencadene la huida en todos los mercados, ya que estos están amalgamados. Para peor, ante la situación, se presenta una repentina aversión al riesgo... y por tanto en los agentes se da el famoso “*fly to quality*”, o fuga hacia activos de calidad, que consiste en una estrategia defensiva en donde los inversores venden activos riesgosos (por lo común de países periféricos) para adquirir activos de “cobertura” (de los países centrales). Esto conduce a una dificultad mayor para conseguir financiamiento (más aún en los países de larga tradición en default como Argentina, que acumula ya nueve).

Pero estas economías frágiles de países comparativamente menos desarrollados no pueden prescindir fácilmente de los capitales extranjeros, especialmente si cuentan con alta deuda externa y déficits recurrentes de balanza de pagos..., conduciendo al fenómeno de insolvencia en las cuentas externas. Por ejemplo, según un estudio reciente de la consultora “Equilibra”, que referencia El Economista en una nota del 16/08/2024, el balance comercial agosto-diciembre 2024 daría un déficit de 5200 millones de dólares, una cuenta corriente negativa de 8.400 millones, reflejándose en un stock de reservas internacionales netas negativas de unos 9500 millones de dólares en diciembre.

Su resultado bien lo conocemos en estas latitudes: recesión por crisis de balanza de pagos. Prácticamente siempre, las fuertes caídas en el ingreso por habitante se han asociado históricamente en nuestro país a problemas en el sector externo. La literatura históricamente llamó a este fenómeno la “restricción externa” (queriendo decir sencillamente que el equilibrio externo se produce a más bajos niveles de actividad que el equilibrio entre la oferta agregada y la demanda agregada en el frente interno). Más allá de si esto es un problema que emana de niveles de tipo de cambio real bajo, políticas de comercio exterior desacerta-

9. A Buffet, propietario de la sociedad tenedora de acciones Berkshire Hathaway (que extrañamente era en origen una empresa textil), se le cataloga como un “inversor en valor”, ya que sus posiciones accionarias se arman bajo “margen de seguridad”. Es decir, cuando el VAN (si se quiere, el valor intrínseco del título a largo plazo) supera ampliamente la cotización en bolsa. Su lema ha sido “Sé temeroso. Vuélvete codicioso cuando todos tengan miedo”. No ha sido el primero ni el único en un lema tal. Recuerdo a un famoso millonario de Wall Street de la década de los treinta y cuarenta que requerido por la causa de su fortuna respondió: fue sencillo. “Vendí cuando todos compraban y compré cuando todos vendían”.

DEA constituye “una técnica de medición de la eficiencia basada en obtener una frontera de producción óptima sin la estimación de una función específica que relacione los inputs (recursos) con los outputs (salidas), sino más bien determinando dicha frontera con base en comportamientos observados”. El propio autor, con rigor científico, apunta las limitaciones que entiende tiene la investigación como tal, pese a su riqueza. Al analizar los resultados obtenidos, se llega a la conclusión de que las provincias de Buenos Aires, La Pampa, Mendoza, Santa Fe, Tucumán, Catamarca, San Luis, San Juan, La Rioja y Tierra del Fuego son las eficientes. Esto nos indica que un 43% de las provincias son eficientes. Se cierra apuntando que dentro de la agenda de investigación será muy enriquecedor incorporar variables más específicas de cada provincia, como por ejemplo el consumo por habitante. Vale la pena insu-
mir tiempo en su atenta lectura.

El último artículo, “*La crisis del agua en Buenos Aires, la propiedad privada y la función empresarial*”, es responsabilidad del Licenciado en economía por la Universidad Católica de La Plata, Mateo Lafalce. En su ensayo, trabaja el tema del agua, su escasez y manejo, particularmente desde la visión teórica de la Escuela Austríaca. El autor apunta que el debate acerca de la propiedad privada, la función empresarial y la escasez económica de los recursos, se remonta al libro escrito por Thomas Malthus “*An Essay on the Principle of Population*” (de 1798), y se continúa con el trabajo “*The Coal Question*” (1865), de William Stanley Jevons, uno de los padres del marginalismo. En los inicios del siglo pasado, varios economistas y biólogos estudiaron el asunto, pudiendo destacar dos grandes grupos, los “optimistas” y los “pesimistas”, para llegar en los años setenta y ochenta a un debate más técnico, con las plumas de Paul Ralph Ehrlich y Julian Simon. Ya por los años noventa, comenzó a hablarse de “la crisis del agua” con el trabajo de Seckler, Amarasinghe,

Molden, de Silva y Barker (de 1998). Se apunta que los “pesimistas” proponen una mayor intervención del estado en la economía (por ejemplo, Erlich y Holdren), mientras los optimistas creen en una mayor asignación de derechos de propiedad (por ejemplo Segerfeldt, 2006) y dejar actuar libremente el mecanismo de función empresarial pues sería ésta la que crea y transmite conocimiento en el mercado (Kirzner, 1992). En su trabajo, Lafalce declara seguir la línea teórica argumental de Fredrik Segerfeldt (2006). Se analizan los procesos de privatización en Casablanca (Marruecos), y en la experiencia argentina de los '90. Trabaja el concepto económico de eficiencia dinámica. Se sustenta para ello en una de las líneas de análisis de la Escuela Austríaca (citando a Israel Kirzner, 1992), y también en el estudio del concepto de eficiencia dinámica, remitiéndose a la pluma del Profesor Jesús Huerta de Soto. Concluye diciendo que “*las privatizaciones (...) dependen irrestrictamente de la buena transición, claras reglas de juego y libre accionar empresarial*”, y que “*si queremos mejorar el servicio, reducir los costos, eliminar las restricciones al libre ejercicio empresarial y permitir el uso de la propiedad del agua, la teoría y la evidencia empírica nos afirman que la función empresarial coordinada socialmente mediante el sistema de precios (...) ayudara a satisfacer las necesidades de agua de todos*”. Tema muy candente para debatir ampliamente, éste del agua, en particular si proyectamos una responsable mirada sobre el futuro de la Humanidad y de nuestra única y verdadera nave espacial, el planeta Tierra.

Con la esperanza de que estos artículos merezcan su atenta lectura, nos despedimos de ustedes hasta el próximo número

Alberto José Figueras
Director Asociado
Profesor Emérito (UNC)

Referencias

- Brealwy, R. y Myers, S.; (2006). Principios de Finanzas Corporativas, Mc. Graw Hill, México.
- Economic Indicators (2008). The Economist.
- Fama, E.F. (1991). Efficient capital markets, Journal of Finance, December, pags.1575/1617
- Minsky, Hyman P. (1992). The Financial Instability Hypothesis. The Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 74,
- Pujol Álvarez, R. (2016). *El poder de los mercados financieros*, RBA, España
- Tvede, L. (1993). *Psicología del mercado bursátil*, Ed. Deusto, Barcelona
- Vallvé-Ribera, M.A (1977). *Lecturas sobre bolsa*, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid.