

De las expectativas racionales a la magia de las señales

Roberto Frenkel

La economía (la ciencia económica) es periódicamente atravesada por olas de innovación teórica. Algunas dejan un sedimento permanente y otras desaparecen sin rastro cuando su esterilidad o irrealismo se hacen evidentes. Hace unos años inundó la disciplina la ola de las “expectativas racionales”. En su momento de auge todo análisis debía adoptar la hipótesis de expectativas racionales, a riesgo de la acusación de estar fundado en supuestos “ad hoc” y ser calificado de falta de seriedad. El punto de partida de los economistas serios debía ser que todos los agentes poseían el mejor conocimiento del funcionamiento de la economía y toda la información necesaria para plantearse sus expectativas y evaluaciones de riesgos y decidir su conducta en consecuencia. Resultaría difícil engañar a esos agentes ideales. Tenían la habilidad de despejar la hojarasca informativa y evitar la confusión en el diagnóstico. Iban directo a los “fundamentos” de la situación económica y en ellos basaban exclusivamente sus decisiones.

El campo de las finanzas, con mercados altamente competitivos y numerosos agentes muy informados, lucía como el más apropiado para la validez de la hipótesis. La aplicación de las expectativas racionales a ese campo dio lugar a la “teoría de los mercados eficientes”. En un mundo de expectativas racionales los precios de los activos financieros (acciones, bonos, tipos de cambio, etc.) son necesariamente el reflejo de sus respectivos “fundamentos”, bien conocidos por los agentes, y nada excepto un cambio en los mismos podría mover los precios.

La producción de la época de casi todos los economistas de la “mainstream” se encuadraba en ese marco. De lo escrito en nuestro país recuerdo, por ejemplo, un trabajo de Carlos Rodríguez a fines de los años setenta, en el cual el modelo y las predicciones sobre los efectos de la política de “pautas cambiarias” se basaban en la hipótesis de moda. También recuerdo los arduos esfuerzos modelísticos de Guillermo Calvo a principios de los años ochenta, orientados a calzar los resultados de la gestión de Martínez de Hoz en una explicación con mercados en equilibrio y expectativas racionales.

Paradójicamente, fue precisamente la teoría de los mercados financieros eficientes la que primero y en forma más resonante evidenció la falta de realismo de la hipótesis



de expectativas racionales y contribuyó a su ocaso. La investigación empírica mostró varios mercados importantes financieros y cambiarios en los que el comportamiento no se ajustaba a las predicciones de la teoría. Ejemplos notables de esa inadecuación fueron la larga fase de apreciación del dólar en los años ochenta y la existencia de errores de predicción sistemáticos en los mercados de futuros cambiarios. Además de la evidencia econométrica, la abrupta caída de Wall Street en 1987 hizo una gran contribución al desprestigio de la teoría. Más adelante, la crisis de México, primero, y la crisis asiática y sus secuelas, después, terminaron de barrer lo que restaba de las expectativas racionales y los mercados financieros eficientes. Hoy en día nadie en la mainstream se ruboriza al mencionar los “efectos de contagio”, los “comportamientos de manada” y las “profecías autocumplidas”.

Sin embargo, no es bueno tanto ni tan poco. Digo esto con relación a los diagnósticos sobre nuestra economía en los años 2000 y 2001. En muchos de estos diagnósticos el péndulo parece haberse movido excesivamente en la dirección opuesta a la hipótesis de expectativas racionales. Cito por ejemplo a Tomás Reichmann, director asistente del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI. Él declaró que no se sentía capacitado para explicar el estancamiento del nivel de actividad en Argentina porque el equipo de herramientas analíticas de su formación de economista no incluía suficiente psicología social. Varios consultores de renombre centran el diagnóstico de las dificultades que enfrenta la economía en la personalidad de quien ocupa el Ministerio de Economía. Uno llegó a cuantificar este efecto afirmando que el riesgo país hubiera sido 200 puntos básicos menor en el año 2000 si López Murphy hubiera sido designado en lugar de Machinea. Alberto Ades, de Goldman-Sachs, emitió un boletín especial alertando acerca del impacto que produciría la sustitución del secretario de la SIDE. Los profesores Carlos Rodríguez y Guillermo Calvo, que, como mencionamos, fueron tiempo atrás prolijos adherentes de la hipótesis de expectativas racionales, recomiendan frecuentemente la sustitución del Ministro de Economía como medida crucial de política económica. En un seminario de alto nivel realizado en Praga en el año 2000, en ocasión de la reunión anual del FMI, Rudiger Dornbusch, profesor del MIT, citó la frecuencia (excesiva, a su juicio) con que los argentinos vistan al psicoanalista y metafóricamente, recomendó retirar la foto de Alfonsín de los despachos oficiales.

¿Puede explicar toda esa hojarasca informativa, abundantemente citada por consultores y destacados economistas, el precio de los activos financieros argentinos y las decisiones de inversión? ¿Es necesario apelar a difusas consideraciones para interpretar los miles de decisiones de las cuales resultan los flujos de capital privado y los precios de los bonos? Rotundamente no.



Basta observar algunos datos para constatar que existen explicaciones más simples y más congruentes con el acervo de conocimientos de los economistas. Prestemos atención al cuadro adjunto. Allí se presentan las relaciones deuda externa/exportaciones y deuda externa/PIB de los cuatro mayores mercados emergentes de América Latina. Estos indicadores apuntan a la capacidad de repago de los países. De peor a mejor, Argentina encabeza el ranking en ambos. En el índice deuda/exportaciones Argentina es seguida de cerca por Brasil, mientras México y Chile constituyen un grupo bien alejado de los dos primeros.

Suele comentarse que nuestra relación deuda/exportaciones es alta porque la relación exportaciones/PIB es baja. Esto es una verdad tautológica. La relación exportaciones/PIB es relativamente baja en nuestro país pese a que las exportaciones han crecido a una tasa significativa en los noventa. Esto resulta así porque los bienes y servicios no comerciables que componen mayoritariamente el PIB se han valorizado en moneda internacional a la paridad fija. Sin embargo, aún así, tenemos una relación deuda/PIB record en la región.

La prima de riesgo país es un indicador sintético de las condiciones que se enfrentan en el mercado financiero internacional. Si observamos la evolución de las primas de los cuatro países mencionados veremos fluctuaciones comunes de importante magnitud. Esta es la volatilidad común de los flujos de capital a los mercados emergentes y explica en cada caso la mayor parte de las fluctuaciones individuales. Para explicar estos movimientos es necesario apelar a los "efectos de contagio", a los "vuelos a la calidad" frente a los aumentos de la incertidumbre y a otros rasgos algo curiosos del comportamiento de los mercados de papeles de emergentes (por ejemplo: ¿porqué está correlacionada su demanda con la demanda de las acciones que componen el índice NASDAQ?). Sin embargo, el orden en que se ubican las primas de los cuatro países sobre ese espectro de común volatilidad está claramente asociado con los indicadores que muestra el cuadro. Argentina y Brasil se han ido alternando en la punta de las máximas primas de riesgo y México y Chile corren lejos de atrás. No parece haber mucho misterio en las razones que explican que la prima argentina duplica la de México.

Hay al menos un oficial del FMI que no ha considerado necesario alejarse de la economía para explicar la situación de nuestro país. Michael Mussa es el responsable del diagnóstico económico global y tiene fama de expresarse con una franqueza poco delicada. Algunos comentan que este rasgo se ha visto acentuado con la proximidad de su retiro. Al diagnosticar la economía argentina en la ya mencionada reunión del FMI en Praga, Mussa citó como factores el alto endeudamiento, la caída de los

términos de intercambio y la valorización del dólar frente al euro. Sumó a estos factores negativos la rigidez de los precios relativos derivada del régimen cambiario vigente. Sin embargo, agregó, los mecanismos de ajuste están funcionando, aunque lentamente. Los precios y los salarios tienden a reducirse, y éstos últimos en mayor medida que los primeros. El modelo está funcionando tal como cabía prever.

Hubiera sido ventajoso establecer un debate alrededor del diagnóstico de Mussa, en lugar de continuar chapoteando en el pantano de las señales. Claro que este debate abriría otros, porque del diagnóstico de Mussa se desprenden interrogantes importantes: ¿será posible financiar en los mercados internacionales el período necesario para que el lento proceso de ajuste redunde – vía mejora de la competitividad – en una tendencia positiva de la capacidad de repago? ¿está dispuesta la población de nuestro país a caminar pacientemente ese camino?

Cuadro

período	EXPO(*) / PIB	DEUDA EXTERNA (**) / PIB	DEUDA EXTERNA (**) / EXPO(*)
CHILE			
1997	28,1%	35,2%	1,3
1998	26,7%	43,4%	1,6
1999	29,0%	50,8%	1,8
BRASIL			
1997	7,6%	21,4%	2,8
1998	7,4%	27,4%	3,7
1999	10,2%	40,0%	3,9
MEXICO			
1997	30,4%	38,1%	1,3
1998	30,8%	38,3%	1,2
1999	30,7%	33,4%	1,1
ARGENTINA			
1997	10,6%	42,6%	4,0
1998	10,4%	47,2%	4,5
1999	9,8%	51,1%	5,2
2000(e)	10,9%	51,8%	4,7

(*) Exportaciones de bienes y servicios reales.

(**) Deuda externa de los sectores público y privado.

(e) Estimado