

Políticas monetarias: auge, esclerosis e implosión

Carlos E. Scavo *

Durante el apogeo del monetarismo, hace casi 20 años, todo el mundo devoraba ávidamente cualquier nuevo indicador sobre medios de pago. Los bancos centrales tenían metas monetarias explícitas y escrutaban hasta el más mínimo desliz de datos buscando pistas sobre futuros trastornos entre los tipos de interés. Desde entonces, el monetarismo - la idea de que, si se acelera la creación de moneda automáticamente se genera mayor inflación- ha perdido la vigencia de otrora. A medida que el nexo moneda-inflación parecía diluirse, los bancos centrales fueron dejando de lado las metas fijas.

Sin embargo, al filo del siglo existe la impresión de que la moneda, si no el monetarismo ortodoxo, vuelve por las suyas. El Sistema de Reserva Federal (SRF) recomienza a seguir de cerca el crecimiento de la oferta monetaria en Estados Unidos. El Banco Central Europeo (BCE) resolvió aplicar metas específicas una vez que el euro se transforma en moneda de curso legal, temperamento tomado del Bundesbank. Así, en diciembre de 1998, en forma totalmente sorpresiva, el BCE, aún nonato en los papeles, impuso una rebaja de tasas directrices a los once adherentes iniciales. El grupo ya conocido como Eurolandia unificó esos niveles en 3% anual, salvo Italia, que fijó 3,5% hasta el 4 de enero de 1999.

Entre las economías grandes, sólo el emisor alemán no ha dejado de fijar metas tendientes a controlar los medios de pago. El resto, en general, prefiere operar sobre la inflación usando las tasas para constreñirla a determinado espectro, como ocurre en Gran Bretaña o Suecia. Otros países europeos usan paridades cambiarias, y el SRF no fija metas explícitas para masa monetaria (M), inflación o dólar. En su lugar, monitorea una compleja gama de indicadores.

Parece claro que controlar la oferta monetaria sirve sólo si la relación entre moneda y producto bruto interno (PBI) nominal, ergo la inflación, es estable y predecible. La influencia de la oferta monetaria sobre los precios y la producción depende en las economías nacionales, tomando la UE como tal cuando haya un BCE en pleno, de su velocidad de circulación. Y ahí aparece el problema actual, que remite al campo político vía la economía física.

Esa velocidad puede acelerarse de pronto. Ello ha sucedido ya en casi todas las economías durante esta década, por efectos de nuevos instrumentos financieros en perpetua mutación, desregulaciones de todo tipo y deterioro del monitoreo sobre fondos de muy corto plazo (hot money). Verbigracia, tras moverse de modo bastante predecible durante el decenio anterior, la oferta monetaria amplia (M2) en EE.UU. se acelera bruscamente desde 1991/2. Ello torna anacrónicos a los instrumentos y mecanismos usuales del SRF.

Desde hace algunos meses, empero, hay señales de que esa velocidad se estabiliza. Alan Greenspan notaba hace poco que podría generarse una relación más predecible entre moneda, producción e inflación. Milton Friedman está seguro de que será como la antigua y, por ello pronosticaba una “inflación” después de la deflación. Máxime si el SRF acaba rebajando las tasas de fondos federales. Exactamente lo que ocurrió en noviembre y diciembre de 1998.

El debate involucra lo que en EE.UU. se conoce como M2 (efectivo, cuentas corrientes, caja de ahorros, plazos fijos chicos). Este indicador estaba expandiéndose a 7,3% anual de ritmo, el máximo desde 1987/8. El M2 solía ser referencia favorita del SRF, pero desde 1995 algunos integrantes del sistema prefieren el M3 (plazos fijos mayores y fondos que operan en el mercado monetario), que estaba creciendo a razón de 10% anual. Ambos guarismos hacían sospechar que la economía mostraba excesivo ímpetu, en particular si se recuerda su adicción a crecientes déficit de comercio y pagos externos (o sea deuda), aunque el déficit fiscal se haya tornado en superávit. A juicio de los conservadores, era absurdo que el SRF pasase totalmente por alto semejante expansión monetaria, pero pocos economistas recomendarían hoy por hoy volver a metas estrictas.

En cuanto al BCE, precisaba algún tipo de anclaje nominal para la primera fase del euro. Su dilema era entre metas monetarias y metas inflacionarias. El Bundesbank presionaba para controlar medios de pago, aunque sin descartar metas ulteriores para otros precios de la economía. Otros sostenían que, mientras que el nexo moneda-inflación siguiera débil, la política monetaria regional debería apoyarse en indicadores de crecimiento del PB e inflación. Entre otros motivos, porque la situación hasta 1998, que inclinaba empresas e individuos a trocar de moneda en respuesta a diferencias de tasas, daba paso a moneda y tasas únicas.

Sin duda, la banca privada, especialmente la ortodoxa, todavía no asume que el euro genera ya un cambio estructural, el cual, junto con la liberalización financiera, alterará cualitativamente la conducta de empresas, operadores y público. Probablemente acabe también con ciertos nexos previos entre moneda e inflación y, entonces, los primeros años del euro se caracterizan por inestabilidad.

El Bundesbank vino fijando metas monetarias fijas desde 1974, y su acción anti-inflacionaria es todo un clásico. Sin embargo, en once de los 24 años las metas no se cumplieron totalmente, a menudo por distorsiones estadísticas. De hecho, el Bundesbank redujo tasas aún cuando el crecimiento de la base monetaria superaba sus objetivos. La política era más fuerte que la ortodoxia contable aún en la Alemania de Helmut Kohl y Hans Tietmeyer. Pese a ello, una larga tradición-heredada del antiguo Reichsbank- mantenía fiable al Bundesbank. Por el contrario, el BCE deberá trabajar duro para hacerse un nombre y lograr que sus metas monetarias no sean arrasadas por imprevistos. Todo en medio de una crisis sistémica global que, como el tequila, no figuraba en el libreto de Maastricht (1994).

Esta clase de reparos sugiere que el BCE debiera ser flexible en materia de políticas monetarias. En rigor, el propio FMI admite desde 1997 que la mayoría de ellas, y aún la propia teoría, son anacrónicas. Este factor influye para que Francia, Italia y otros prefieran que el BCE opere por metas inflacionarias al estilo de Suecia, Gran Bretaña, Canadá, etcétera. Bien visto, las metas monetarias convencionales murieron junto con el precio fijo del oro y las paridades cambiarias rígidas. Una reunión en el Instituto Smithsonian, en 1973, les dio certificado de defunción junto con la convertibilidad oro-dólar, que EE.UU. había suspendido dos años antes. El sistema de Bretton Woods fue llevado al patíbulo por los mismos neoclásicos que hoy lo reivindicán.

El Señor Martin

Desde 1997, en efecto, economistas, dirigentes políticos, e inclusive técnicos de las instituciones remanentes de BW (Fondo Monetario, Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento o Banco Mundial), ponen en tela de juicio el repertorio convencional de políticas monetarias. También temen que haya llegado el momento de

repensar las teorías generatrices, neutralizadas por el auge de un universo especulativo virtual capaz de inducir inflación en economías avanzadas.

Con otro sesgo, quizá más pragmático, los emisores que forman el SRF norteamericano también viven un complejo debate interno. La reciente muerte de William McChesney Martin sirvió para recordar que en otros tiempos Washington y Wall Street no le prestaban al SRF la atención de hoy. Martín encabezó la junta del SRF entre febrero de 1951 y enero de 1970. Fue el presidente más duradero, y el último bajo el régimen de libre convertibilidad del oro en dólares, y por lo tanto, del oro a precio fijo entre bancos centrales (US\$ 18 la onza troy al asumir Martín, 35 al irse). Dato al margen: fue el último jefe protestante del SRF.

Antes de él, los mercados especulativos no perdían el equilibrio ante cada gesto del SRF, que era apenas un ente sometido a la secretaría de Hacienda, y por ende al propio presidente. Martín, otrora aspirante a pastor presbiteriano en Missouri, cambiaría las cosas y convertiría el SRF en un poder casi comparable a los tres constitucionales o a la prensa.

Martín manejó el SRF a la sombra de Henry Truman, Dwight Eisenhower, John Kennedy, Lyndon Johnson y Richard Nixon. Demócratas o republicanos, el alto funcionario nunca tuvo buena opinión de esos mandatarios, y así lo confesó, ya retirado: “La Reserva Federal debe remar contra corriente. Mi cometido es cerrar la canilla en lo mejor de la fiesta”. Tampoco le hacían mella los banqueros ni Wall Street. Su padre estuvo entre los fundadores del SRF en 1913, y a los 31 años Martín había sido el primer director a sueldo del New York Stock Exchange.

Ya en el SRF, le tocó a Martín afrontar el avance de los monetaristas neoclásicos, que estaban desmontando desde adentro los mecanismos de Bretton Woods en favor de los mismos banqueros cuya avidez ha convertido la corrida cambiaria del sudeste asiático en crisis sistémica global. El paladín de Chicago, Milton Friedman, solía criticar acerbamente “esos ajustes caprichosos de tasas y oferta monetaria”. Casi los mismos que un maduro y desilusionado Friedman recomienda hoy al SRF. Según ocurre cada vez que en el Primer Mundo no se aplican recetas “ortodoxas”, la gestión de Martín dio lugar al lapso hasta ahora más largo de crecimiento real norteamericano, 1961/9, sin el actual déficit externo adicional. Pero el experto no se engañaba: “Controlar la oferta monetaria no basta para liquidar los ciclos inflacionarios”.

El Señor Stiglitz

Sea como fuere, en EE.UU. los banqueros y los operadores son reacios a revisar teorías económicas y monetarias. De ahí que, aún cuando se recurra a economistas independientes o heterodoxos en los debates, sus ideas y recomendaciones suelen causar rechazo o enojo. Esto se nota especialmente en medios, espacios y comunicadores ligados a Wall Street y los mercados de riesgo. Aunque hoy, tras el colapso de una franja megaspeculativa hasta entonces supuestamente invulnerable, los fondos de cobertura o hedge funds, hasta el semanario Forbes está sumido en la duda existencial.

La actitud conservadora responde, en último término, a quienes manejan bancos y megacarteras especulativas. En lo social empalma con resabios autoritarios típicos de la burguesía norteamericana: escasa solidaridad y tendencia a aislarse del resto de la sociedad. En países periféricos, esas mismas tendencias llegan frecuentemente al autismo o al encapsulamiento de las clases adineradas. Sólo que el rasgo se contagia al poder y a la clase política. El caso de Joseph E. Stiglitz es paradigmático en esta fase de los debates. Muchos lo consideran el economista norteamericano más destacado de su generación, pero se lo “ninguneaba” sistemáticamente mientras presidía el Consejo de Asesores Económicos del presidente William J. Clinton. Ahora es analista principal en el BIRF, y sus recomendaciones ya no pueden ser ignoradas, pero generan presiones que lo hacen tener doble discurso: heterodoxo en los centros financieros, ortodoxo en la periferia. En Harvard eso se llama “síndrome de Fischer” (Stanley F., del FMI, fue el primero en apelar a la ambivalencia).

Stiglitz tiene una concepción de obvio cuño político: “Los neoclásicos afirman que el mercado libre, no regulado ni acotado, es garante del bienestar de la sociedad en la medida en que los particulares procuran sus propios intereses. Pero la economía real nunca ha funcionado así. Los mercados son imperfectos porque la información asequible a los operadores nunca es completa ni adecuada. Para que actúen mejor, se precisa la intervención de los bancos centrales”. También se necesitan salvatajes, como el timoneado de apuro por la RF de Nueva York para el fondo Long Term Capital Management, cuando las cosas se ponen mal y los financistas pierden plata. Lo mismo acaba de afirmar el megaespeculador George Soros en su último libro.

Este graduado del Massachusetts Institute for Technology (matriz de “nerds” como Marvin Minsky, Merton Miller, etc) parte de una crítica: “El MIT emite mensajes confusos. Se enseña el modelo de competencia perfecta y luego se explica que sólo la facultad de Economía de Chicago, centro conservador, toma en serio ese modelo y su hipótesis sobre expectativas racionales”. Exactamente lo que señalan dos directores de la cátedra de Administración Empresarial en Harvard: Joel Kurtzman y su actual sucesor, Jeffrey Sachs.

Stiglitz se dedicó a analizar qué tipo de lógica lleva a tantos creer en el mercado eficiente. En un punto de las investigaciones, descartó una hipótesis clave (“la información circulante es perfecta”) en favor de un modelo basado en información imperfecta. “Al vincular ese modelo con ciertas teorías monetarias, se descubre que los mercados son, en cierto grado, ineficientes”. Esa línea lógica, como las adoptadas en su momento por Alexander Hamilton, John Maynard Keynes o Raúl J. Prebisch, “justifica la intervención estatal, como en el caso Chrysler 1980”, señala Stiglitz en su hoy célebre Tratado de Economía.

En aquella emergencia, los paladines del libre mercado sostenían que la quiebra de Chrysler permitiría el uso más eficiente de equipos, insumos, tecnología y mano de obra, aunque la transición fuese traumática y mucha gente quedase en la calle. Stiglitz demostraría, por el contrario, que la intervención del gobierno hizo despegar a Chrysler y salvó al sector automotor estadounidense del desastre. ¿Por qué? Porque, como la información asequible al mercado era imperfecta, nadie había previsto que una reconversión drástica habría dejado al sector indefenso ante la ofensiva japonesa y europea iniciada en 1982, tras la crisis de la deuda periférica. Esa crisis fue detonada por una devaluación prevista por el mercado y un cese de pagos imprevisto, exactamente lo hecho por Rusia en agosto de 1998. Aquella intervención “no ortodoxa” preservó fuentes de trabajo, ahorró millones en seguros sociales, y permitió una reconversión mejor sustentada.

Las recetas derregulatorias del monetarismo neoclásico, aplicadas a economías periféricas o a economías que salen del planeamiento centralizado, han dado y dan resultados desastrosos. El propio FMI comienza a admitirlo, mientras la crisis iniciada en Asia refuerza argumentos de Stiglitz. Como Robert Kuttner, William Hutton, Sachs, Rüdiger Dornbusch e incluso Friedman, el economista critica las medidas de austeridad y astringencia monetaria (tasas altas, cierre de bancos, achique de conglomerados, reducción drástica del gasto público) que Washington, el FMI, el BIRF y la banca comercial ofrecen como salida a esos países. De hecho, esos analistas han resaltado la incoherencia de EE.UU. al exigir que Japón abandone su propia política “ortodoxa” para promover consumo, gasto público y privado, importaciones, y naturalmente un yen no tan barato (toda una batería keynesiana). Tampoco se han oído objeciones técnicas a la extrema flexibilidad monetaria y fiscal de China, ni al hecho de que Hong Kong, hoy parte de ese país, se haya dedicado a comprar acciones para frustrar especuladores internacionales.

James D. Wolfensohn, presidente del BIRF, comparte en privado las opiniones de Stiglitz. Por ejemplo, que si las cosas siguen por el camino iniciado en Tailandia el 2/7/97 y más allá de pausas, deber declararse caduco el Consenso de Washington de 1989 y admitir que no es posible imponer a economías emergentes o periféricas ortodoxias que de hecho las economías centrales no han respetado, sobre todo en materia de política monetaria y supervisión de mercados especulativos. En rigor, tampoco la situación de Fischer, segundo de Michel Camdessus, era cómoda, mientras el descalabro eslavo (Rusia, Ucrania, Byelarus) y posibles secuelas china o brasileña dificultaban la continuidad de Camdessus al frente del organismo. Así pensaba también Tietmayer, jefe del Bundesbank, máxime luego de que el jefe del FMI recurriera a los dudosos servicios de Carlos S. Menem como operador político en la última asamblea.

En los papeles, el FMI sostiene que un país en aprietos debe subir tipos de interés para atraer fondos e inversiones exógenas. Se supone que a medida que entra dinero vuelve la confianza y se reprecia la moneda local. Con el auxilio de créditos contingentes y facilidades ampliadas, el país debiera normalizarse y las tasas bajar velozmente, antes de perjudicar mucho a la economía. Pero Stiglitz objeta: “No existen evidencias de que las mayores tasas sean incentivos correctos. Sin información adecuada o completa, los inversores no pueden diferenciar bien entre colocaciones riesgosas y seguras. Como una alta tasa indica, además, que quien la ofrece no nada en la abundancia, los fondos se volatilizan y las paridades nunca se recobran. Es el caso asiático. Lo extraordinario es que quienes insisten en esos enfoques carezcan de perspectivas intelectuales coherentes”.

Racconto ortodoxo, pero con virus

La presente crisis sistémica admite interpretaciones diversas, aún partiendo del mismo “racconto” ortodoxo, que no incluye causales ajenas a la propia mecánica monetaria, financiera, cambiaria, etcétera. La historia empieza el 2 de julio de 1997 en el sudeste asiático. Al terminar 1998, se ha globalizado por contagio vía ex URSS, Latinoamérica, el mercado supranacional de deuda (futuros inclusive), y finalmente la gama más compleja de especulación: los fondos de cobertura que crean y usan derivados. Tal como lo ponen en evidencia el derrumbe de LTCM o el fracaso de prestigiosos consultores bursátiles, esta globalización tiene una característica propia: el mercado especulativo actúa como agente libre, arbitrario e inorgánico. No hay una sinarquía, sino apenas un centenar de megaoperadores, cuya edad por lo general va de 28 a 42 años, munidos de información imperfecta y presas fáciles del pánico.

Este mercado obra como un virus inteligente que detecta antes que nadie puntos débiles de una economía, un sector, un grupo o una franja, y ataca con todo en el momento de mayor vulnerabilidad. Mientras que gobiernos, entes multilaterales y otros operadores tratan de contener la infección, vuelve a girar por encima del planeta en pos de nuevas víctimas.

No obstante, al margen del cronograma, los aspectos básicos de esta crisis habían sido previstos por técnicos del Banco de Ajustes Internacionales (BAI, Basilea), la Organización de Cooperación pro-Desarrollo Económico (OCDE, París), el FMI y el BIRF. Por supuesto, lo aleatorio de ciertos eventos, su irrupción simultánea, el contagio y la magnitud de algunos colapsos, eran imprevisibles. En algunos casos sin antecedentes desde la crisis mejicana de 1982, en otros desde la crisis petrolera de 1974, y en varios más desde 1907 o 1929.

El impacto psicológico se magnificó porque el epicentro inicial incluía economías exaltadas como ejemplos para el futuro. Por otra parte, a diferencia del tequila (1994/5) o la crisis de solvencia soberana (1982/7), no está claro si lo peor ha pasado, si tuvo lugar en la fase caliente de agosto a octubre de 1998, o si aún está por sobrevenir. Aún quienes estiman que el descalabro ya pasó temen que sus efectos sobre bancos, empresas y países disten de estar agotados. En particular, los atinentes a empleo, malestar social y sus consecuencias geopolíticas, bélicas inclusive. Sea como fuere, los técnicos en general creen que cierto grado de previsión y prudencia hubiese evitado, si no la crisis inicial, sus secuelas y desenlaces. Sobreexpansión crediticia, exceso de capital especulativo, sistemas mal supervisados, burbujas de activos, inmobiliarios incluso, y regímenes cambiarios rígidos o anacrónicos tuvieron un papel relevante en cada instancia local.

Pero también obraban factores anteriores o exógenos. En esta oportunidad, desajustes macroeconómicos que, en Asia oriental y sud-oriental se combinaban con el retraso de pensamiento e instrumentos en el propio FMI. Otro factor externo clave fue la divergencia entre ciclos o fases de un ciclo en las economías centrales, que se prolongó más de lo esperado. La intensa demanda estadounidense contrastaba demasiado con el estancamiento alemán y la contracción japonesa. En gran medida, la fortaleza del dólar sobre el marco alemán y el yen era resultado normal de aquella divergencia entre ciclos.

En EE.UU., una inflación endógena inesperadamente débil prolongaba la fase ascendente del ciclo de negocios local, cuyo síntoma fue la megaburbuja accionaria en Wall Street, casi sin reacción por parte de la autoridad monetaria salvo las periódicas advertencias de Alan Greenspan. En Japón, los problemas originados en aprietos del sector financiero desde que reventó la burbuja inmobiliaria en 1990/1, y sismo de Kobe mediante entró en colapso la banca minorista, se tradujeron en tipos de interés virtualmente nulos y sobrelíquidez de los bancos. En varios países europeos, las tasas reales también permanecieron cerca de pisos históricos.

Este cuadro explica los flujos de capitales inclusive de corto plazo hacia plazas asiáticas, ligados a presiones alcistas sobre tipos de cambio y déficit comerciales o de pagos, aún en el sector privado. La firme reacción mostrada por el dólar estadounidense hasta octubre de 1998 a partir de los pisos de 1995, junto con una China muy competitiva, exacerbaban esas presiones, en especial porque muchos países del área habían ligado sus monedas a la norteamericana y no al yen. Cabe acotar que de todos modos el dólar de Y 147 (pico de 1998) seguía lejos del máximo absoluto (Y 240), y que la paridad se veía cada vez más inestable. Por ejemplo, mientras que casi todos los mercados de riesgo del mundo se derrumbaban, el último día de agosto de 1998, el dólar fue cediendo de Y 144,70 en Tokio a 139,80 en Chicago. Ya en septiembre rozaría Y 130, para precipitarse hasta 112 en octubre e ir remontado hacia 119 en diciembre.

En último término, el mercado respondió forzando amplias depreciaciones nominales, que se agravaban a medida que las vulnerabilidades internas iban haciéndose manifiestas. Hasta cierto punto, el fenómeno recuerda las corridas contra divisas y monedas europeas en 1992/5. Entonces, los desfases cíclicos se daban entre la economía estadounidense, en dificultades financieras, y la alemana, perturbada por la reunificación. En tanto divergían las posiciones cíclicas de los países líderes, los indicadores de precios convergían en niveles bajos porque los movimientos entre paridades transferían demanda de las economías más inflacionarias a las que tenían más oferta (o capacidad ociosa). Pero ello reflejaba fuerzas más profundas. En particular, políticas firmemente orientadas a la baja inflación y el equilibrio fiscal en ambas orillas del Atlántico, la propia integración global de los mercados virtuales, y los efectos acumulados de fuertes inversiones en informática (ferretería, memorias, programas) y comunicaciones. Justamente, la crisis asiática y sus consecuencias en los precios internacionales de electrónicos y productos básicos seguirían generando deflación aunque la crisis en sí se detuviera.

En un momento del año, la sapiencia convencional y su rama especulativa, los analistas de mercado, aceptaban que la crisis fomentaba una corrida hacia activos de mejor calidad - básicamente, bonos públicos de EE.UU. y otras potencias- pero, acotaban, su recidiva “desinflacionaria” sería beneficiosa para las economías industriales. En verdad, 1998 vino caracterizándose por la sostenida declinación de retornos para papeles AAA. Su exponente, los bonos de la Tesorería estadounidense, fueron bajando la tasa de 6,08/11 a 4,72/75% anual. Otro síntoma era la reacción de plazas bursátiles atlánticas: el Dow-Jones “30” añadió tres récords absolutos en julio. Pero también este factor fue arrasado en la tercera fase caliente de una crisis innegablemente sistémica.

Es útil examinar las bases del optimismo que bancos, operadores, megafondos, funcionarios, y en EE.UU. unos 70 millones de ahorristas, mantuvieron durante gran parte de las turbulencias apoyándose en creencias sin asidero técnico sólido. Entre ellas: una nueva era de aumentos en productividad y ganancias, sugerida por las propias estadísticas económicas norteamericanas; una ola de reestructuraciones en la Unión Europea, cuyos efectos serían a la postre similares; la mayoría de las economías emergentes continuaría dando altos retornos para inversiones, en especial especulativas, justamente debido a su mayor riesgo; la propia globalización financiera y sus instrumentos informáticos impedirían que cualquier crisis alcanzase la intensidad, amplitud o duración de la de 1929/32.

En resumen, era el “mundo de la nueva economía” exaltado por gurúes de mercado como Abigail J.Cohen o Carol Galley y puesto en duda por economistas serios, desde James Tobin, John Kenneth Galbraith o Aldo Ferrer hasta Kuttner, Paul Krugman, Stiglitz, Greenspan, Sachs o el mismísimo Friedman. Por de pronto, como venía advirtiéndolo Greenspan, la continua reprecación de activos financieros y bursátiles pudiera estar trasuntando peligrosos factores subyacentes. En primer término, una sobrelíquidez global, especialmente virtual,

de futuros y opciones, manifiesta en el aceleramiento expansivo de la masa monetaria en muchos países y tasas de interés anómalamente exiguas. Estas resultan a su vez de cambios en la estructura de la intermediación mundial, pues la industria de servicios financieros ha ingresado, sin la menor duda, en un período de durísima competencia. Muchos bancos, conscientes de que su negocio tradicional se agota, apelan a productos y franjas volátiles, intentando frenar precisamente el achique de ganancias como intermediarios de dinero. La moda de megafusiones es síntoma de lo mismo. En forma paralela, el auge de inversores institucionales extrabancarios - fondos de pensión y mutuales, aseguradoras, fondos de cobertura- presiona sobre los bancos. De ahí que un sector mayorista muy especializado se vuelque al blanqueo de fondos ilícitos (evasión tributaria, sobornos, drogas duras, psicofármacos, armas, terrorismo profesional). En síntesis, la contracción de intereses nominales sobre activos de alta calidad puede haber inducido a inversores, bancos y administradores de carteras a compensar menores rindes o descenso de comisiones, colocándose en franjas más complejas o volátiles, sin fijarse muy bien en riesgos subyacentes. En cierto modo, así ha ocurrido con el fondo LTCM y sus apuestas derivativas.

En cuanto al aspecto puramente bancario, el panorama dista de ser tranquilizador aún para los ortodoxos. Es cierto que varios grupos técnicos se han centrado en la salud de los mercados financieros. En particular, el comité de Basilea y otros auspiciados por el BAI. Pero sus normas y recomendaciones no han sido adoptadas a tiempo o con los alcances requeridos en el cinturón de emergentes y periféricos. Por el contrario, el contagio de la crisis inicialmente asiática desactualiza esas normas y quizás exija otras antes de que el euro sea moneda física exclusiva en el 2002.

Contagios y respuestas

Como se ha explicado, esta crisis sistémica comenzó al devaluar Tailandia el baht. Centrado al principio en especulaciones inmobiliarias locales, pronto el fenómeno se transformó en una corrida cambiaria a través del sudeste asiático. Por una causa u otra, Malasia, Indonesia, Singapur, Filipinas y en menor grado Vietnam, estaban listos para el contagio. En perspectiva, parece obvio que la devaluación tai, el desinfe inmobiliario y sus secuelas distaban de lo sorpresivo, más teniendo en cuenta que la restitución de Hong Kong a China sacó a Gran Bretaña de juego justo a mediados de 1997. Aún con convertibilidad perfecta y autarquía económica, la ex-colonia no podía quedar indemne en materia de imagen y solidez financiera. Una cosa es el respaldo de Londres, y otra mucho menos fiable el de Beijing. Meses después, en otra fase de la crisis, el gobierno local llegó a gastar US\$ 23.000 millones comprando acciones o tomando futuros para manejar indicadores, lo cual habría sido impensable antes de la restitución.

Volviendo a la crisis liminar, varias economías involucradas tenían un perfil exportador parecido, y sus precios, especialmente los electrónicos e informáticos, venían declinando desde antes, lo cual creaba alta vulnerabilidad a depreciaciones cambiarias competitivas. Algunas de esas economías habían estado recibiendo flujos importantes de fondos cortoplacistas. Eran países bajo sospecha debido a instituciones financieras, monetarias y políticas débiles. Su falta de transparencia les impedía a los calificadores de riesgo llegar a conclusiones seguras. Eso y una cúpula política oportunista, sin consenso entre los técnicos estables, explican que Indonesia, Malasia y Surcorea pudieran engañar al FMI presentando deudas externas oficiales un 50% inferiores a las reales. Bastó con omitir el sector privado.

En un contexto tan incierto, fue demasiado fácil para inversores, operadores y especuladores perder de repente la confianza en toda la zona, sin discriminar ni tener en cuenta que las economías reales eran bastante sólidas en algunos casos. Este rasgo se acentuó a raíz de medidas incorrectas en los países más castigados por la crisis. Particular relevancia tuvo sobre los residentes el peso de deudas a corto plazo en moneda fuerte. Al final, mientras aparecían cortes en el crédito comercial y la cadena de pagos, la crisis cambiaria pasó a crisis

de liquidez y clásica corrida contra los bancos. Por eso, ya en septiembre, los papeles de entidades financieras sólidas se caían en la Unión Europea.

Hasta el estallido ruso y el derrumbe bursátil, Indonesia y Surcorea eran los peores casos, mientras que Singapur, Taiwan y Hong Kong parecían los menos expuestos. Eventualmente, Malasia reimpuso controles cambiarios y financieros, mientras fuertes presiones locales buscaban lo mismo en Brasil, México y casi toda la ex URSS.

En esos escenarios y otros, el tema clave se llamaba “contagio”. Lo ponía de manifiesto la ampliación de la crisis a la ex URSS con epicentro en Rusia, cuyo antecedente fue la devaluación de la corona checa en agosto de 1997. Desde ese momento y hasta septiembre de 1998, el dólar subió en Moscú de tres a veinte rublos entre bancos, mientras se gestaba una explosión megainflacionaria. A su vez, las monedas de Polonia, Hungría, Rumania, Estonia y Eslovaquia quedaron en la cuerda floja. El real brasileño fue objeto de presiones especulativas varias veces desde la primavera austral de 1997, por lo cual se perdieron US\$ 35.000 millones de reservas en nueve semanas, mientras que el gobierno usaba dinero público comprando acciones para mantener expectativas electorales.

Acontecimientos posteriores a octubre de 1997, el loco retroceso bursátil en agosto de 1998, y el loco rebote subsiguiente, indicaban que era prematuro sacar conclusiones sobre lapso y amplitud final de la crisis. Por el contrario, proliferaban economistas, consultores, banqueros y políticos a cuyo criterio lo peor aún no había pasado, tanto en Asia como en Latinoamérica. Mientras tanto, el aumento de precios de los bonos T-30, al margen de vaivenes, seguía presionando sobre la tasa de retorno. Al quedar debajo de los tipos cortos que maneja el SRF, aparecía el fenómeno conocido como “curva inversa”: rinde de papeles a largo plazo inferior a las tasas cortas. Paralelamente, se ampliaba la brecha entre el promedio de tasas activas preferenciales estadounidenses (8% anual) y la London Interbank Offered Rate (Libor), que bajaba a 4,75%. De ahí que varios economistas alertasen sobre la probabilidad de que el ciclo de negocios clásico estuviera por ingresar en fase declinante o recesión.

Si el panorama de las economías más sólidas era tan lábil, qué pensar de hasta dónde y cuando llegaría la crisis en economías con sistemas financieros vulnerables, dificultades cambiarias, reconversiones frustradas y demás problemas. Aún suponiendo que la megaburbuja en Wall Street realmente se desinfle en 1999, las economías líderes parecen hasta el momento menos perjudicadas por la crisis. Japón es la excepción debido a problemas propios y a su papel especial respecto de Asia. Debe subrayarse al respecto que esa economía iba saliendo de una prolongada recesión, iniciada en 1990/1 con el colapso de una burbuja inmobiliaria, que también sobrevaluó activos bancarios y promovió créditos poco seguros, agravada por el sismo de Kobe.

Como en Surcorea, Taiwan o México, los nexos entre conglomerados industriales, bancas, sus elencos y los del estado no facilitaban las cosas. La propia cultura japonesa frustraba uno tras otro los paquetes de medidas estimulantes del gasto. Históricamente, la familia japonesa tiende a ahorrar más que a consumir, por (a) tradicionales presiones demográficas, (b) alto precio de la tierra, (c) traumas bélicos heredados de la generación anterior. Esta conducta tiende a agravar la actual “trampa de liquidez” en que se debate el Sol Naciente. Desde fines de 1997 la autoridad monetaria viene tratando de elevar la liquidez del sistema. Tras años de demora, en marzo casi US\$ 93.000 millones se destinaron a recapitalizar bancos y 120.000 millones al seguro sobre depósitos. En diciembre de 1998 había sido preciso elevar a US\$ 513.000 millones la inyección de liquidez vía rescate de bancos, y nadie creía que la cosa resultase.

Al revés de Asia o Latinoamérica, las consecuencias de la crisis son más difíciles de identificar en la Unión Europea, entre otras razones porque el factor ruso, vía efectos en el ex-bloque soviético a oeste y sur de Moscú, complica el panorama. Aunque una porción relevante del comercio europeo se hace con Asia, las exportaciones a Oriente no parecían ceder al ritmo observado en las Américas. Particularmente en Canadá, Chile, Perú, México y Brasil. Tampoco se notaban efectos en los flujos de inversión directa desde y hacia el epicentro original de la crisis. También aquí podía estar influyendo Rusia como prisma deformante. Sin embargo, la exposición de la banca comercial europea en Asia casi igualaba la de la banca japonesa, y sólo la buena salud estructural de la

primera mitigaba remezones. Las cosas no son fáciles, y así lo muestran recalificaciones de Moody's Investors Service, Standard & Poor's y otras, en perjuicio de entidades europeas.

Sea como fuere, la aceleración del crecimiento en 1997 y la mitad de 1998 en la UE pone de manifiesto poderosos impulsos expansivos en las propias bases de la economía comunitaria. La sapiencia convencional, en su forma más afín al ideario del mercado financiero, atribuyó el fenómeno al euro y al orden fiscal y cambiario que preparaba su advenimiento en 1999. Pero en los análisis sistémicos serios se evidencia que, justamente con el pretexto de la unidad monetaria, la ortodoxia contable de Maastricht está siendo "reconvertida", y el euro, vía un Banco Central Europeo fuerte, se perfila hoy como forma de que la UE siga relativamente "encapsulada" respecto de la globalización financiera. Los banqueros tradicionales, con holandeses, suizos y británicos a la cabeza, rechazan la mera idea, pero una cadena de hechos la convalida.

Ahora bien, el eje anglosajón (Gran Bretaña, EE.UU., y por extensión Benelux, Suiza y la banca extraterritorial) no veía con tan malos ojos los efectos de la crisis asiática, por lo menos hasta que la tercera fase caliente del fenómeno, desatada en julio de 1998, empezó a castigar Londres, Wall Street y Francfort, o a licuar los precios de mercado de las deudas soberanas vía bonos emitidos por economías en problemas. Hasta ese punto, los bancos citados parecían menos expuestos que el resto. En agosto de 1998, el derrumbe ruso, cese de pagos y peligro megainflacionario mediante, golpeó en Zurich, Francfort y Amsterdam. Ya en vísperas del invierno nórdico, lo único seguro se remitía a la buena salud de la economía real norteamericana y a las escasas presiones inflacionarias en las otras.

Entretanto, el virtual colapso del FMI como árbitro y auditor fiable de deudores soberanos creaba dos nuevos frentes de conflicto. Uno, en la interna del Fondo, iba en desmedro de la cúpula. Michel Camdessus, cuyo mandato fue prolongado por aclamación sin respetar los estatutos, arrastraba en su deterioro a su segundo, Stanley Fischer, y ensanchaba la brecha entre directorio y técnicos, ya perceptible en varios trabajos difundidos desde 1997. Otro, fuera de la estructura, salpicaba a altos funcionarios de la Tesorería estadounidense (empezando por Robert Rubin y Larry Summers, empeñados en presionar a Japón o sostener experiencias latinoamericanas al borde del desastre) y generaba durísimas críticas en los medios.

No obstante, las economías financieras anglosajonas continuaban marchando bien. Las tasas de interés en EE.UU. y, hasta cierto punto, Gran Bretaña, seguían en diciembre de 1998 bajo niveles considerados otrora los mínimos posibles. Por supuesto, crecientes déficit en comercio y pagos externos comportaban un peligro a futuro: la depreciación ulterior del dólar neutralizaría las ventajas técnicas de la deflación. Este factor explica por qué, en plena deflación de productos básicos, Friedman advertía sobre las euforias bursátiles, la "nueva economía" y los riesgos de largo plazo involucrados en la crisis.

Desfase entre velocidades

Si se examina el problema desde otro ángulo, queda claro que turbulencias y crisis se suceden a intervalos decrecientes luego de la fuerte corrección accionaria de 1987. El trasfondo es una "brecha de aceleración" expansiva entre economía física y economía virtual. No obstante, ya desde el fin de la convertibilidad oro-dólar (1971), la aparición de los instrumentos derivados (1973) y el alza petrolera (1974/9), los vaivenes de paridades, acciones, bonos y tasas eran más abruptos en lapsos cada vez más cortos.

Una secuela del alza de hidrocarburos fue la crisis por el cese de pagos mejicano (1982). Una enorme masa de petrodólares había sido canalizada por la banca a tomadores de dudosa solvencia, lo cual fue inflando activos de riesgo y sus derivados virtuales. Finalmente, la crisis iniciada en 1997 puso en evidencia que las recetas monetarias nacionales, regionales y multilaterales "atrasaban". En realidad es al revés: la creciente aceleración de indicadores globalizados crea un "efecto cámara lenta" sobre los indicadores locales, mayormente los de la economía física.

Desde el colapso japonés de 1990/1, entonces, las medidas monetarias y fiscales preventivas corren a la zaga de los problemas que supuestamente deben evitar. Funcionarios y economistas vienen notándolo, especialmente tras los ataques megaespeculativos montados por ciertos financistas contra monedas europeas en 1992/3. Así, las reuniones del FMI-BIRF, el G-7 o el comité de Basilea (BAI) producían documentos casi de inmediato archivados: la influencia de banqueros y operadores globales ha podido más. La inanidad del BID o la CEPAL son ejemplos patéticos.

También se neutralizaban amagues reformistas. Verbigracia, las recomendaciones del G-7 en Halifax, 1995. Esa cumbre había abordado en forma explícita un tema tabú: el riesgo de que un estado soberano se torne insolvente y llegue a una convocatoria de acreedores. Por entonces todavía quedaban negocios con papeles de deuda soberana, y el abuso de los títulos Brady era ya un clásico. Gobiernos endeudados cuyos funcionarios recibían sobornos por aprobar emisiones, sindicatos financieros que cobraban caro por lanzar o colocar papeles, y el manejo del mercado, pesaban más que el G-7. Por motivos concomitantes se impusieron formas de capitalismo salvaje en países que salían del planeamiento centralizado.

Dado que la ausencia de instituciones aptas fomentaba vacíos sociopolíticos, la reconversión generó oligarquías predatorias muy fuertes, en un marco tan volátil que el dólar negro, en Moscú, llegó a subir de ocho a 80 rublos en agosto de 1998, mientras bancos y gabinetes caían uno tras otro. Paralelamente, la alianza táctica entre burocracia corrupta, oligarquía y mafias armadas, torna cualquier crisis focal en riesgo de guerra civil con arsenales nucleares. Sin la menor duda, estos problemas desbordan lo económico poniendo de manifiesto que no es posible sujetar una sociedad al mercado demasiado tiempo o con excesiva rigidez. Tarde o temprano, sus reacciones quebrarán toda norma y toda razonabilidad.

Es obvio que cualquier acción preventiva les exige datos correctos y a tiempo a gobiernos, entes multilaterales, bancos y demás agentes del mercado. En lo formal, durante 1997/8 un número creciente de países ha adherido al código de difusión de datos creado por el FMI en 1995 y a normas BAI sobre riesgo-país. Por su parte, las calificadoras de riesgo, tras el papelón de Moody's y Standard & Poor's en Asia, son más rigurosas y se adelantan a los acontecimientos.

Desde una óptica ortodoxa, basada más en el negocio financiero y sus operadores que en los efectos de políticas monetarias sobre la economía física, el BAI viene insistiendo con un repertorio de salvaguardias técnicas. La entidad fue adaptando normas para cubrir con mayor amplitud cada país y medir sus riesgos, soberanos o no. En lo formal mantiene revisiones de carteras por semestre, pero ya en abril de 1998 un trabajo interno apuntaba: "Lo que falta ahora es una visión suficiente para imaginar crisis y la decisión de prevenirlas con medidas concretas, no sólo documentos". En septiembre, tras el fracaso de una apurada cumbre Clinton-Yeltsin, se pedían reuniones del G-7, el G-22, los bancos centrales latinoamericanos, cabildeos institucionales y hasta de grupos bursátiles de presión. Esto era perceptible en México y el Caribe, pero el virtual fracaso de la Asamblea FMI-BIRF en octubre de 1998 le dio la razón al BAI. Pese al acervo de datos sobre la creciente vulnerabilidad en Asia, la ex-URSS, Sudáfrica y Latinoamérica, no se hizo nada. Con signos tan claros como vencimientos de corto plazo (Brasil, México, Venezuela, Rusia, Ucrania) y bancos expuestos a retiros de depósitos, no se morijeró el flujo de dinero caliente ni se reprogramaron deudas o quitas de capital.

Jornadas tórridas

Al promediar septiembre de 1998, el gobierno brasileño difundió versiones interesadas para trocar un derrumbe bursátil en 13,39% de alza al día siguiente. Se hizo trascender que el FMI y el G-7 habían aprobado en principio un rescate de emergencia por US\$ 50.000 millones. En realidad, la suma real sería 41.000 millones, y ya aprobado el paquete su eficacia continuaba en tela de juicio. Para entonces Brasil había perdido reservas por US\$ 35.000 millones en cuatro meses. Ahora bien, ya en noviembre de 1998 era claro que el FMI carecía de recursos para desembolsar cuotas del paquete ruso, satisfacer nuevos pedidos de Moscú, aportar al paquete

brasileño y a sus presumibles contrapartes argentina, venezolana, etc. Las estimaciones más optimistas hablaban de 70.000 millones, las más pesimistas de 27.000 millones, y los 18.000 millones que el Congreso norteamericano finalmente autorizó tampoco iban alcanzar. En ese momento, sólo los bancos acreedores y sus cabilderos descartaban de plano las quitas en el capital de las deudas.

Las reticencias parlamentarias estadounidenses y el sesgo aislacionista de la campaña orquestada contra Clinton por la ultraderecha cristiana de ambos partidos convergían con bancas anglosajonas, holandesas y suizas en una solución estilo “más de lo mismo” para ciertas crisis focales (Rusia, Surcorea, Ucrania, Brasil, Sudáfrica), aferrándose al laissez-faire respecto de la crisis global. No obstante, aún ilíquido, el FMI tenía bastante por hacer, y en caso de colapsar su conducción o quedarse sin recursos, su cometido debiera pasar al G-7. En lo monetario, el contagio de la crisis a Latinoamérica ponía en primer plano al SRF. De ahí el efecto euforizante que tuvieron las dos rebajas de tasas cortas. Por el contrario, el “efecto cápsula” que puede tener la inserción del euro tal vez le permita al BCE desentenderse de la crisis global, excepto en el caso de la ex-URSS al oeste de los Urales.

¿Por qué el SRF debería eventualmente llenar el vacío del FMI? Porque en cada fase caliente de la crisis, fondos e inversores del hemisferio imitan a los de Oriente: huyen de títulos y monedas rumbo a activos de alta calidad. En general, bonos del Tesoro norteamericano. Por supuesto, de no mediar la megaburbuja en Wall Street, el escape habría incluido acciones. Al no ser así, toda la carga cae sobre el emisor estadounidense. Pero el virtual paso al costado del FMI, provocado por su propia crisis interna, ha generado nuevas discusiones por dos vías: el papel de los países afectados y el de la comunidad internacional, es decir los restos de Bretton Woods, OCDE, BAI, EE.UU., Japón, y ahora Eurolandia (los once adherentes iniciales a la moneda única y el BCE).

Como ocurría en 1983/4, varios economistas no vinculados al negocio financiero han propuesto la reducción de deudas y la reprogramación blanda de vencimientos. Pero según admiten aún los más heterodoxos, la medicina quizá no surta efecto en el actual marco monetario de facto. Al respecto, Tobin, Krugman, Sachs, Stiglitz y otros, desde posturas disímiles, coinciden en que el repertorio convencional es anacrónico. Los ingleses a su vez ponen énfasis en el trasfondo: si bancos, fondos y otros operadores, especialmente en la franjas más especulativas, han cometido errores, deben pagar el precio. En rigor algo así empieza a pasar, como lo indican el derrumbe de LTCM y sus secuelas.

Una amplia licuación de activos virtuales parece menos dolorosa para la sociedad que la cadena de ajustes sin fin impuestos por el FMI desde la crisis de los eurodólares (1968) y la suspensión de la convertibilidad en EE.UU. (1971). Allá por 1995 Friedman decía que las recetas del FMI no mejoraban la capacidad genuina de repago de deudas en las economías sujetas a ajustes. Desde el extremo opuesto, la crisis eslava se conjugó con intereses de ciertas bancas e intermediarios. Un grupo de ellos vio la oportunidad de negocios similares a los hechos tras el Consenso de Washington y el refinanciamiento oneroso de deudas latinoamericanas. Uno de los cerebros del nuevo esquema era el mismo Nicholas Brady, que, siendo subsecretario de Hacienda en 1985, y por cuenta de bancos acreedores, torpedeó la propuesta lanzada en Zurich por su jefe, William Bradley. Al igual que Clinton hoy, Bradley sostenía que la única salida razonable debiera incluir quitas en el capital y reprogramación blanda. Pero en aquella oportunidad la banca comercial y los economistas neoclásicos rechazaron semejante “transgresión”.

Trece años después, en medio de la peor crisis global desde 1929, parte de la escuela monetarista y las propias dirigencias políticas centrales admiten la razonabilidad de esquemas no “ortodoxos”. En ese lapso, los ajustes del FMI y sus variantes más radicales, entre ellas la convertibilidad rígida, fueron fracasando o esclerosándose. En el caso argentino, profesionales económicos y oposición política sin ideas explican la defensa ritual de mecanismos cuyo uso debiera haberse limitado en tiempo y alcances.

Globalización y entropía

A fin de 1998, la asamblea conjunta FMI-BIRF había sido caja de resonancia para que se admitiesen dos rasgos básicos de la crisis sistémica. Uno, su duración, imposible de estimar, aunque seguramente superior al corto plazo. Otro, sus alcances espaciales y la inanidad de ambas instituciones ante el continuum financiero y la volatilidad de sus instrumentos.

Estrictamente, las cúpulas del FMI y el BIRF sólo asumían en términos políticos un diagnóstico producido, meses antes, por sus propios técnicos. En efecto, el informe *Perspectivas de la economía mundial en 1998* señalaba: “Las crisis financieras que estallaron en Asia durante el 2do semestre de 1997 forman parte de una serie de episodios similares experimentados por diversas regiones en los últimos años”. Según esta fuente, los antecedentes más próximos involucran a las crisis cambiarias en el Sistema Monetario Europeo (1992/5) y el “efecto tequila” (1994/5), planteo compartido en este capítulo. Ahora, el FMI adopta un pesimismo que incluye a Wall Street y deja a Latinoamérica mal parada en sus Perspectivas 1999.

Una señal clara de “politización” fue en esa misma asamblea el mensaje de Clinton. El presidente sostuvo que esta crisis global es la peor en más de medio siglo. “Con la fuga de capitales de Asia y la ampliación de las turbulencias, países distantes entre sí sufren la misma crisis al mismo tiempo. Ha llegado la hora de actuar resueltamente”. El deteriorado director gerente del FMI, Michel Camdessus, quiso diluir esas opiniones políticas declarando que “en los países industriales de América septentrional y Europa occidental, los indicadores reales básicos siguen sanos. Eso significa que no estamos en 1928 y que una recesión en gran escala puede evitarse”. Ocho semanas después, el tono del Fondo había cambiado.

El informe final advertiría luego: “La economía global no puede convivir mucho tiempo con este tipo de distorsiones sistémicas. Prácticas financieras y políticas monetarias deben replantearse con miras al siglo XXI, no al XIX, pues se necesitan respuestas firmes e inmediatas a la crisis y una cuidadosa hoja de ruta para el futuro”. Sin duda, como decía Clinton, “los mercados libres son vías de prosperidad, pero han de regularse mejor. Al igual que, tras la Gran Depresión se evitaron ciclos cortos de expansión-recesión, ahora debemos impedir que se repitan y prevenir la recesión que hoy amenaza al mundo. Ahora bien, el informe FMI de mayo recordaba que las crisis financieras son recurrentes. En este siglo por ejemplo, cabe mencionar las de 1907 y, claro, 1929/32, los colapsos de la libra esterlina o el franco francés en los ‘60 (objeto de un visionario análisis de Alexandre Lamfaloussy en 1968). Pero además ahora el FMI alude sin ambages a “la desintegración del sistema de Bretton Woods a principios de los ‘70”.

A fines del siglo XIX dos crisis parecieron ensayos de las actuales. La primera, en 1890/3, puso en peligro a la banca Baring Brothers y exigió un salvataje corporativo a cargo de la City londinense, como ocurre hoy en el caso LTCM, timoneado por la autoridad monetaria. La segunda, en 1894/7, fue una crisis cambiaria originada, como la del SME en 1992, por ataques especulativos. Estas dos crisis de hace un siglo tienen un nexo sugestivo con las que marcan la última década del siglo XX: megaspeculadores, algunos también lavadores de fondos, que insertos en la globalización del momento son síntomas de que el ciclo macroeconómico ingresa en fase decadente.

En la crisis londinense de 1890/93 el detonante fue un cese de pagos periférico: Argentina ya no pudo hacer frente a los vencimientos del empréstito tomado en 1821 a Baring Brothers. El precio del rescate involucraba una labilidad financiera que en 1894 facilitó el ataque especulativo contra el dólar. Un siglo después, la vulnerabilidad creada por el cese de pagos mejicano de 1982 y la insolvencia de varias economías endeudadas allanaron el camino al derrumbe bursátil de 1987, a las corridas cambiarias europeas de 1992/5 y al tequila. En 1998, la crisis iniciada en el sudeste asiático produjo ceses de pagos en Rusia y Ucrania y puso en terapia intensiva a Brasil.

Entretanto, persistencia en el tiempo y diversificación en el espacio de la crisis sistémica son dos factores que aproximan el universo financiero al físico. Si hoy están de moda los números fractales y la teoría del caos, es porque la sociedad percibe un trasfondo común, asociado al auge de instrumentos especulativos y sus efectos en forma de vaivenes demasiado amplios en lapsos cada vez más cortos. Al igual que hace un siglo, el

agotamiento de los ajustes monetarios converge con costos extrafinancieros crecientes, en particular sociopolíticos y estratégicos, en un contexto afín a la entropía del universo físico. Las abiertas presiones de banqueros u otros agentes de inversión y especulación sobre los gobiernos desde agosto de 1998 tenían un objetivo claro: trabar propuestas tendientes a licuar parte de las deudas soberanas. La banca anglosajona, suiza y holandesa, aferrada a sus intereses directos, vislumbra un futuro de regímenes autoritarios o democracias tuteladas por el mercado, vía establishments locales, fuera del Primer Mundo. Pese a todo ello, el BCE, el Bundesbank y una parte de la banca privada, tienen una conciencia del desastre o de la necesidad de salidas heterodoxas que casi no existe en los países emergentes y periféricos. En otro plano, hay una brecha cualitativa que se ensancha entre las economías avanzadas y el resto, casi inadvertida en los análisis salvo cuando tocan a la ex URSS. Es el factor militar. Haciendo historia, es fácil recordar que, entre los motores que permitieron a Occidente, Japón y la URSS superar la depresión de 1933/9 estaba la industria pesada. Por supuesto, la cadena desembocó en la II guerra mundial, así como situaciones similares habían facilitado las guerras balcánicas de 1908/13 y la Gran Guerra tras la crisis bursátil de 1907. En ninguna de esas coyunturas, Corea ni Vietnam, las potencias tuvieron en cuenta restricciones monetarias o fiscales.

Surge entonces otra diferencia clave entre 1929 y 1997: hoy no hay hipótesis bélicas “mayoristas”, y por ende lo monetario adquiere una relevancia inédita desde el siglo XIX. Pero también esta globalización, sin superpotencias en pugna ni los límites que cada una ponía a su clientela, viabiliza enormemente las guerras locales. Si en el Primer Mundo los militares ya no tienen poder para enfrentar la megaespeculación financiera, en la periferia hay segmentación externa y fracturas sociales internas más que suficientes para que los militares conciban aventuras bélicas. Sólo que, en vez de un complejo industrial como motor de desarrollo, esta globalización privilegia el tráfico irrestricto de armas excedentes, nucleares inclusive, que las potencias ya no precisan. En dirección inversa, la misma batería de instrumentos financieros, útil en el lavado de dinero, financia tráfico de alucinógenos de la periferia al centro y psicofármacos del centro a la periferia.

Presiones en el centro

En EE.UU., megabancos y megafondos esgrimen otro tipo de argumentos para presionar. Por un lado, financian la campaña “moralista” del fiscal Kenneth Starr (hombre de tabacaleras, fabricantes de armas y grupos farmoquímicos) como forma de “achicar las desmedidas facultades de la Presidencia”. Por el otro, sostienen: “No flexibilicen tasas, plazos ni capitales de deudas soberanas porque hundirían el mercado global de títulos de renta fija mínima y 70 millones de ahorristas norteamericanos serían más pobres”: el argumento “social” que se emplea cada vez que Alan Greenspan trata de morigerar la “exuberancia irracional” de Wall Street. Mientras marcos y teorías monetarias pierden fiabilidad o eficacia ante una crisis sistémica que bien podría liquidar el actual ciclo macroeconómico general, intereses financieros ligados a la especulación electrónica y grupos políticos orientados a imponer soluciones autoritarias a crisis locales bloquean o postergan todo tipo de salida.

En esencia, el lado técnico de la batalla se refiere al colapso de marcos regulatorios convencionales, por lo común neoclásicos, y la falta de alternativas capaces de manejar la crisis sistémica. En el caso argentino, como lo puntualizaba Walter Graziano, la obsesión consiste en que los operadores internacionales noten las diferencias y no traten al país como a Rusia, Surcorea, Indonesia, Brasil, etc. Esta línea de razonamiento, común al equipo económico oficial y al opositor (sólo Eduardo Duhalde, opositor interno al justicialismo, admitió que el modelo convertible se había agotado), pasaba por alto la génesis misma del “efecto riqueza” que había vivido la economía financiera argentina desde 1991: la sobreliquidez mundial de 1989/94. Ello hacía que los capitales ingresasen a los mercados llamados emergentes sin discriminar país por país. Era inevitable, pues, que al cambiar las condiciones esos mismos capitales se marcharan sin hacer diferencias. De hecho, hasta principios de 1998 no se planteaba diferencia alguna con Brasil y muchos proponían moneda común.

Este trabajo se terminó mientras se diluía la pausa tras la tercera fase caliente de la crisis. El FMI, impotente, pedía que los grandes bancos centrales sacaran las papas del fuego. Se sabe: el mercado puro funciona bien sólo en etapas favorables, pero ni siquiera este mercado electrónico es capaz de frenar una crisis sistémica global. Lo es, pero por inercia: acelerando el ritmo especulativo, multiplicando futuros apalancados en pantalla, y llevando una masa virtual estimada en US\$ 30 billones a violentas licuaciones.

Un solo operador, Long Term Capital Management, con 4.800 millones en activos de sustento, había gestado una cartera derivada por 190.000 millones. Al darse vuelta tres apuestas claves, perdió 44% de golpe y redujo el sustento a 600 millones. A partir de ese derrumbe, el mundo “sabe” que el riesgo especulativo ya no para en economías emergentes, aventureros estilo Nicholas Leeson, financistas como George Soros ni “junk bonds” tipo Brady.

Las ruinas de Bretton Woods

En 1982 México inicia la primera crisis general creada por convergencia entre la III globalización capitalista y el mercado especulativo por sobre los bancos centrales. Entonces, Daniel Bell, Galbraith, Tobin y Henry Kissinger, manifestaron escepticismo ante la aptitud del FMI para encarar el problema. Kissinger inclusive recomendaba no dejar a los banqueros tomar la iniciativa. Dieciséis años después, es público y notorio que también el mercado es impotente ante la crisis sistémica. El ideario neoconservador empieza a derrumbarse, y Kissinger retoma sus argumentos.

A su juicio, compartido por Alain Touraine, Pierre Salama, Guy Sorman y Kindleberger entre otros, la crisis amenaza ya con recesión a las economías atlánticas. Los rescates gerenciados por el FMI no han servido, y por el contrario socavan instituciones políticas, sociales y monetarias de los países afectados. En realidad, “los que al principio se suponían desequilibrios locales y temporarios, señala Kissinger, se convierten en una crisis del propio sistema monetario y financiero mundial”.

En el curso de las últimas tres décadas del siglo XX, cada crisis ha tenido mayores alcances que la anterior. La crisis petrolera de 1974/9 afectó a los importadores netos de hidrocarburos, pero vía reciclaje imprudente de petrodólares desemboca en la crisis mejicana de 1982. A su vez, ésta sacude mayormente al entonces llamado Tercer Mundo y sus acreedores. Luego, las corridas contra monedas europeas y el tequila sólo pasan por alto los mercados asiáticos. Esto contribuye a que el pensamiento único por entonces en boga sacralizara a tigres y dragoncitos. Finalmente, también ese “milagro” se desploma.

Este trabajo ha combinado diagnósticos monetarios con una tesis de Arnold J. Toynbee (1930) traducida a lo económico por otro miembro del grupo de Bloomsbury, John Maynard Keynes: el capitalismo es una fase irreversible. Por lo mismo, valen matices postulados por Josef Schumpeter y Francesco Vito, en cuanto a que está expuesto a mutaciones nunca perfectamente previsibles y a ciclos no necesariamente virtuosos ni homogéneos. Por ende, aún admitiendo el libre mercado como sistema eficaz para el crecimiento, la mejora de niveles de vida y la democracia, no parece racional que la licuación soviética y el auge de la megaespeculación por encima de los bancos centrales fomente formas de mercantilismo (siglos XVII, XVIII) o laissez-faire (siglos XVIII, XIX) típicas de globalizaciones anteriores. En el marco actual, corporizar esos espectros tendría dos efectos: renovar constantemente la crisis sistémica y causar reacciones sociales violentas.

El mercado toma al planeta como unidad de facto, en un juego donde sobreviven los más aptos. Este es el ingrediente darwinista, neoliberal si se quiere. Pero al llevar esa selección natural a extremos donde muy pocos prosperan, lo hace no mediante producción o comercio, sino mediante especulación pura, y por ese canal vampiriza cadenas ajenas de valor agregado porque no genera cadenas propias. Este proceso muta el escenario darwinista neoliberal en un escenario maltusiano, neoconservador. Además, fuera de las economías centrales, la nueva clase rica tiende a erigirse en una oligarquía parasitaria y piensa en el resto de los agentes económicos como siervos, ya ni siquiera como consumidores. El fundamentalismo de mercado trata de volver a relaciones

sociales como las prevalentes en Europa occidental hasta el siglo XVI. Inclusive, según preveía Furio Colombo ya en 1972, los efectos de la desigualdad de oportunidades y el desempleo estructural llevan a una “medievalización de cuño urbano”, aún en áreas de Europa.

Sin duda, las formas extremas de globalización “no dan importancia al desfasaje entre política y economía” (Kissinger). Pero si bien las dirigencias pueden admitir cierto grado de sufrimiento humano en aras de la estabilidad o el orden fiscal, “nunca lograrán sobrevivir como agentes de una austeridad sin fin y de directivas externas”. Esta imposibilidad explica las nuevas presiones proteccionistas o aislacionistas, no sólo en países periféricos.

Las economías centrales suelen ser las primeras donde el rechazo al perpetuo ajuste que prescribe el mercado, cuyo efecto es el desempleo estructural, adopta forma electoral y liquida gobiernos demasiado conservadores. También son las primeras en crear o consolidar redes de amparo y seguridad social. Obviamente, eso ocurre porque se trata de países donde, al contrario de los emergentes y periféricos, la seguridad y la previsibilidad jurídicas se dan por implícitas. Ningún sistema monetario solo, local o global, puede cubrir déficits en materia jurídica, política y social. Con sus prodigiosa red informática, sus instrumentos especulativos y su capacidad de crear o descrear billones de dólares, ni siquiera esta globalización ha logrado armonizar precios reales de una ciudad a otra ni el libre tránsito de personas, aún en la UE, donde ya hay moneda única.

En lo tocante a factores humanos, las aberraciones llegan a lo caricaturesco. Krugman, Tobin y el chileno Alejandro Foxley puntualizan que el sistema financiero supranacional se sujeta al arbitrio de 40 ó 50 operadores, casi ninguno mayor de 35 años. El problema es que en EE.UU., Canadá y la UE, hay unos 120 millones de ahorristas cuyo dinero, inclusive aportes para asegurarse una jubilación decente, está en manos de megafondos donde actúan esos ludópatas. Tampoco los inversores grandes duermen en paz: el colapso de LTCM demuestra que nadie está seguro. La muerte de Bretton Woods, la inanidad del FMI y de los bancos centrales, han creado un vacío traumático en materia de marcos regulatorios.

Se temen desenlaces turbulentos porque hoy agentes y operadores del universo virtual corren peligro junto con los países. Sólo que los mayores de ellos tienen un recurso supremo negado al sector privado: reencapsularse, dejar a la globalidad financiera sin anclas en la economía física. Esto puede ocurrir si las potencias deben optar entre la licuación de activos virtuales y sus operadores (megafondos y bancos inclusive) y la licuación de sus propias sociedades. Pero no es éste un problema de política monetaria, sino de política a secas: si la futilidad de las recetas convencionales era previsible en fases anteriores de esta misma globalización, ¿cómo fue que gobiernos y dirigencias desdeñaron diagnósticos que venían publicándose desde hacía años? Ahora, la crisis sistémica amenaza al propio ciclo macroeconómico, según previeron en libros anteriores algunos de quienes participan en éste.

Nota

* (Buenos Aires, 1938) Periodista económico y financiero desde 1967, aunque su formación terciaria fuera originalmente en filología, lingüística e historia. Ingresó a su profesión vía la *Fortnightly Review*, ex *Bank of London & South America* (1964-6)

Secretario de redacción del semanario *Confirmado* (1968/71). Pasó por *Reuters-Latin* y otros medios. Actualmente es jefe de la sección mercados en el diario *Clarín* y colabora con *L. A. Weekly Report* (Londres) y otras publicaciones europeas.