



ISSN 1850-2512 (impreso)
ISSN 1850-2547 (en línea)

UNIVERSIDAD DE BELGRANO

Documentos de Trabajo

**Facultad de Estudios para Graduados
Maestría en Política Económica Internacional**

**El momento financiero mundial y sus
implicancias económicas. Interpretación y
perspectivas.**

N° 222

Alberto Rubio

Departamento de Investigaciones
Marzo 2009

Universidad de Belgrano
Zabala 1837 (C1426DQ6)
Ciudad Autónoma de Buenos Aires - Argentina
Tel.: 011-4788-5400 int. 2533
e-mail: invest@ub.edu.ar
url: <http://www.ub.edu.ar/investigaciones>

Para citar este documento:

Rubio, Alberto (2008). El momento financiero mundial y sus implicancias económicas. Interpretación y perspectivas. Documento de Trabajo N° 222, Universidad de Belgrano. Disponible en la red: http://www.ub.edu.ar/investigaciones/dt_nuevos/222_rubio.pdf

La ciencia clásica privilegiaba el orden y la estabilidad, mientras que en todos los niveles de observación reconocemos hoy el papel primordial de las fluctuaciones y la inestabilidad. Junto a esas nociones aparecen también las opciones múltiples y los horizontes de previsibilidad limitada.

Ilya Prigogine (El Fin de las Certidumbres, 1996)

Estas consideraciones intentan interpretar los sucesos financieros recientes y evaluar las perspectivas futuras respecto al ritmo de crecimiento del mundo. Al mismo tiempo pretenden restaurar algunos criterios fundamentales del análisis económico, desaparecidos hace tiempo de la reflexión cotidiana y sepultados últimamente por una catarata de opiniones, quizás comprensibles en el fragor de la turbulencia, pero para nada aconsejables como actitud consistente con la naturaleza del problema y las circunstancias afrontadas.

Contexto
Premisas
Circunstancias
Configuración
Sustento Teórico
Evolución
Horizontes
Síntesis
Reflexión

Contexto

- (01) Los mercados financieros internacionales operan desde hace tiempo en un reconocido estado de “convulsión latente” (BPI; 2008:3), en particular cuando (agosto 9/2007) varios bancos centrales debieron adoptar medidas extraordinarias para restaurar el desorden interbancario originado por un pequeño grupo de fondos que suspendieron la recompra de sus participaciones en productos financieros estructurados sobre la base del respaldo de hipotecas de alto riesgo (subprime) originadas en los Estados Unidos.
- (02) A poco más de un año el colapso financiero global ha quebrado un largo período de euforia, cuyo impacto amenaza seriamente el comportamiento de la economía real, que evolucionó hasta el presente en una de sus más sostenidas y generalizadas tendencias de crecimiento.
- (03) La explicación es muy compleja, pero no imposible y el pensamiento económico dispone de un adecuado corpus conceptual para asistir esta problemática.
- (04) Lo verdaderamente inquietante ahora es determinar la senda de evolución de la crisis, en especial respecto a su duración y cómo habrá de influir en el comportamiento de la actividad productiva.

Premisas

- (05) Las crisis son el punto de inflexión que define el comienzo de la fase recesiva del ciclo económico. Una recesión sostenida lleva a la depresión a partir de la cual sobrevienen comportamientos que conforman la recuperación del ciclo. Esas fluctuaciones son de la esencia del capitalismo. Ello implica que su recurrencia¹ o su gravedad son independientes de la vigencia del sistema.
- (06) La libertad de decisión de los agentes económicos, principio básico del capitalismo, significa expectativas, preferencias, elecciones, valoraciones, interpretaciones y en consecuencia, riesgo de volatilidad. Los sucesos pueden predecirse hasta cierto punto, pero sólo hasta cierto punto. En los últimos veinte años una exacerbada inclinación al uso de sofisticados modelos para anticipar decisiones minimizando riesgos indujo a falsas certidumbres².
- (07) La principal lección que emana de la historia del capitalismo es su notable capacidad de resistencia y adaptación a las condiciones de cada época (Moyano Llerena; 1996:195), atributo que la psicología y la sociología contemporáneas identifican como resiliencia³.
- (08) La crisis actual sucede en un mundo sustancialmente distinto al del siglo anterior. Razones:
 - a) primacía de la investigación, el desarrollo y la innovación (i+d+i) núcleos de la sociedad de la información y la economía del conocimiento, que deriva en

1. Las más destacadas a escala mundo son 1861, 1893, 1907, 1929, 1975, 1987, 1996, 2002 y 2004. No toda crisis financiera (2004 o 2007) supone necesariamente una crisis cíclica en la actividad productiva. Los Estados Unidos (NBER; 2008) registran 32 ciclos entre 1854 y 2001, 16 entre 1854 y 1919, 6 desde ese año hasta 1945 y 10 de 1945 al 2001.

2. “Las decisiones humanas que afectan el futuro, ya sean personales, políticas o económicas, no pueden depender de la previsión matemática estricta, desde el momento que las bases para realizar semejante cálculo no existen, y que es nuestra inclinación natural a la actividad la que hace girar las cosas, escogiendo nuestro ser racional entre las diversas alternativas lo mejor que puede, calculando cuando hay oportunidad, pero con frecuencia hallando el motivo en el sentimiento, el capricho, el sentimentalismo o el azar” (Keynes; 1947:160)

3. Capacidad de un sistema para reponerse luego de una situación adversa que puede implicar riesgo grave o desenlace negativo (Cyrylnik; 2006:10).

- b) altos niveles y crecimiento sostenido de productividad en las economías de ese perfil;
 - c) internacionalización productiva, alto grado de interdependencia y de comercio intraindustrial entre las naciones (Rubio; 2007:9-11).
- (09) La absoluta desvinculación entre la magnitud alcanzada por las transacciones financieras y las reales, ha abierto la puerta a la oportunidad de obtener significativos beneficios y lograr una desproporcionada generación de riqueza independiente del ritmo de la actividad productiva. Al respecto vale destacar expresiones de Alan Greenspan ante el Comité Bancario del Senado de los Estados Unidos (julio 2002): *“Pareciera que una codicia contagiosa se apoderó de gran parte de nuestra comunidad económica. No se trata de que los seres humanos sean ahora más codiciosos que generaciones pasadas, sino que las vías por las que se manifiesta la codicia se han tornado gigantescas”* (Partnoy; 2003:9).

Circunstancias

- (10) Así como en la economía real mundial la combinación de progreso tecnológico y globalización produjo modificaciones definitivas en el sistema productivo, los cambios no estuvieron ausentes en el plano de las finanzas internacionales.
- (11) Un conjunto muy sofisticado y complejo de nuevos instrumentos, actores y comportamientos dieron lugar a profundas y revolucionarias transformaciones en la actividad financiera ante las cuales las normativas y, en consecuencia, la capacidad de control quedaron desbordadas.
- (12) La interconexión en tiempo real de las plazas financieras esconde un fenómeno más profundo aún, que consiste en la efectiva, no declarada y poco recordada desaparición de las fronteras nacionales, en una integración absoluta de los mercados monetarios, accionarios y de capitales especulativos de corto plazo. Esto hace que los efectos contagio, prolegómeno de las crisis sistémicas globales, puedan suceder también en tiempo real.
- (13) Esas situaciones son acompañadas además por una amplísima sofisticación de alternativas para la colocación de fondos⁴, potenciados por la libertad de los agentes para expandirlos (caso del efecto apalancamiento⁵) y la ausencia de regulaciones y controles efectivos para administrarlos.
- (14) Se llegó así a generar un espacio global de negocios financieros capaz de superar en proporciones muy significativas la creación de riqueza real. Si el producto bruto global estimado para 2007 estaba en el orden de los u\$s 64 trillones, sólo las transacciones diarias entre monedas y los flujos monetarios especulativos asciende a u\$s 676 trillones, esto es una 10,2 veces la producción de bienes y servicios. Más destacable aún: sólo la suma total involucrada en fondos subprime (60 trillones de u\$s) equivale a la creación de riqueza medida en términos del Producto Bruto Global.
- (15) Esa desproporcionada relación con la capacidad del sistema productivo es la que comúnmente se identifica como “burbuja” financiera.
- (16) Hasta el advenimiento de las “finanzas globales” era valor entendido que la evolución de la economía real se reflejaba en los sistemas financieros nacionales. De allí la importancia de manejar el “ciclo de los negocios” a fin de mantener el ritmo de progreso de la sociedad.
- (17) Las bolsas lo representan habitualmente en el volumen de sus operaciones y en la cotización de las acciones de las empresas, asumen la forma de índices combinados (Dow Jones) y representan la pujanza competitiva de las firmas y el interés de los inversores por ello.
- (18) Así fue hasta hoy. Pero ante las oportunidades que ofrece el sistema financiero ampliado, el capitalismo global de última generación nos situó frente a la posibilidad de una realidad signada además por el fuerte atractivo de la especulación y la obtención de ganancias sin compromiso productivo directo y hasta desvinculado de él.
- (19) Es probable que debamos acostumbrarnos a pensar en una permanente disociación entre ambos universos. Aceptar que “desinflarse” es parte de la realidad de las burbujas y que al mantenerse contextos favorables de expansión potencial, el capitalismo productivo es resistente a esos cimbronazos.
- (20) No faltan opiniones que ven una sinergia favorable entre ambos y en las que se justifica la dinámica financiera como un suceso consecuente a la expansión productiva.

Configuración

(21) Hay abundantes referencias acerca de la dinámica de los hechos que llevaron al colapso financiero actual. Sin embargo, ¿cuál es la estructura, probable, que los hizo finalmente posibles? Eso trataré de dilucidar ahora, en un intento que busca mirar “por debajo” de los acontecimientos.

4. *Puts*, apuestas a la caída del precio de una acción; *calls*, opciones de compra; *swaps*, acuerdos de ingreso/pago y otras.

5. “Leverage effect”, ratio de endeudamiento o “apalancamiento”, relación entre los recursos obtenidos de terceros y los propios, utilizada para potenciar la actividad productiva o financiera según se trate. Es positivo sólo si la rentabilidad obtenida por la utilización de los fondos tomados supera su costo financiero.

- (22) Como corresponde a fenómenos complejos, converge un conjunto de factores, múltiples y diversos (Cuadro 1) de cuya interacción resulta determinada una situación superior y distinta a la suma o agregación de los elementos que la componen.

Cuadro 1 : Principales Factores Concurrentes a la Sobre Expansión Financiera 2002 – 2007

| |
|--|
| <p>Estructurales</p> <ul style="list-style-type: none"> - Tecnológicos <ul style="list-style-type: none"> > informática > modelos de inferencia > interconexión global - Mayor circulación de capitales o “universalización del centro” - Innovaciones financieras múltiples - Carencia de normas adecuadas a las nuevas oportunidades financieras - Controles insuficientes <p>Actitudinales</p> <ul style="list-style-type: none"> - Compulsión al lucro fácil <ul style="list-style-type: none"> - Operadores involucrados con resultados de corto plazo - Democratización de las actividades financieras - Fraude y dolo en bancos de inversión y calificadoras de riesgo |
|--|

- (23) La “estructura funcional” de los mercados financieros se altera sustancialmente durante los noventa. Hay una trilogía de circunstancias: 1) el estado de la tecnología operativa (electrónica avanzada y sistemas de comunicación vs calculadoras financieras y telex); 2) la interconexión de los mercados en “ tiempo real” posibilita la circulación global de “órdenes” y posiciones de divisas (en finanzas mundiales todo es “centro”, sólo puede hablarse de “periferias” en cuanto a grados de desarrollo o magnitud económica) y 3) la innovación financiera hace aparecer una pluralidad de nuevos instrumentos frente a los cuales las disposiciones vigentes y los mecanismos de regulación de los mercados presentan “huecos normativos” por los cuales pueden dispararse propuestas especulativas de mayor riesgo y atractiva rentabilidad.
- (24) La dinámica que impone ese contexto es funcional al desarrollo de conductas poco apropiadas para un prudente desenvolvimiento del mercado. Tal es el caso de la exacerbación de comportamientos ambiciosos (persecución desmedida de lucro) y también dolosos (imprudencia en la actitud de los bancos de inversión y superficialidad en las calificadoras de riesgo); la marcada independencia de los operadores financieros respecto a las posibilidades de supervisión de los propietarios de las empresas o la creciente vinculación directa (informatizada) entre colocadores de fondos (ahorristas y especuladores) con los mercados.
- (25) La combinación de esta concurrencia de factores produjo un ambiente de elevado riesgo, nada desconocido, pero sin lugar a duda, vista la evolución de los hechos, de complejo abordaje y muy delicada desarticulación⁶. Finalmente, la misma dinámica de los mercados habría de asumir, aunque

6. Es sumamente interesante revisar al menos parte del debate de los últimos años. A modo de ejemplo detallo aquí unas pocas referencias.

Frank Partnoy expresa: “*las ganancias que informaban las empresas eran ficticias y los informes financieros estaban repletos de revelaciones que hubieran alarmado a simple vista a cualquier inversor. En pocos años los entes reguladores perdieron el escaso control que ejercían sobre los intermediarios en el mercado, quienes a su vez perdieron el poco control que tenían sobre los agentes corporativos y éstos sobre sus empleados. Esta cadena de pérdida de control llevó a que muchas compañías asumieran riesgos de manera exponencial, en su mayor parte a espaldas del ojo público. En pocas palabras, la apariencia de control en los mercados financieros era ficticia*” (Partnoy; 2003:15).

La Introducción al Informe Anual 2008 (agosto) del Banco de Pagos Internacionales lleva por título “*lo Insostenible ha llegado a su límite*” y dice: “*El desorden se desencadena al suspender la recompra de sus participaciones (agosto 2007) un pequeño grupo de fondos que habían invertido en productos de alto riesgo (subprime) de reciente novación. Nadie puede predecir con certeza cuándo o dónde acabará este desorden, cuya duración, alcance y efectos cada vez más palpable sobre la economía real, han sorprendido a la mayoría de los analistas, tanto del sector público como del privado*” (BPI; 2008:3).

Con amplitud internacional Javier Villanueva reflexiona de este modo: “*Comenzando a fines de los ochenta y acentuándose en los noventa, fue creciendo marcadamente la movilidad internacional de capitales en busca de mayores rendimientos. Pero no sólo hubo un crecimiento acelerado de las inversiones sino que además las mismas fueron cambiando de composición. De los movimientos ligados con las instituciones bancarias se fue pasando a una importante participación de las inversiones de cartera (bonos, securities y otras). Las nuevas tendencias de la inversión trajeron consigo algunas características especiales de difícil manejo, por ejemplo: mayores dificultades para identificar a los acreedores (y llegar a posibles negociaciones con y entre los mismos), mayor volatilidad o posibilidades de contagio.*” (Villanueva; 2003:57).

caóticamente, la responsabilidad de buscar un nuevo ordenamiento⁷.

(26) Si se altera la estructura de valores en torno a la cual funciona un proceso determinado (moral del sistema), este entra inevitablemente en un período de convulsiones hasta el momento en que nuevos criterios ordenadores erradiquen o incorporen definitivamente las nuevas realidades.

Sustento Teórico

(27) Son tres las contribuciones académicas que, a mi criterio más significativas, deben tomarse en cuenta como patrones de referencia conceptual para interpretar períodos de tensión en los mercados financieros: Keynes, Fisher y Minsky, entre sí muy consistentes.

(28) Tan agudo y preciso como controvertido y por lo común mal interpretado, John Maynard Keynes (1883-1946) aporta valiosas consideraciones en su conocida "Teoría General" (1936). En especial destaco las siguientes:

i) *límites de la racionalidad en el desarrollo de modelos de comportamiento, inferencias estadísticas y estimaciones de riesgo* (corresponde aquí rever el párrafo 06 y la nota 2 al pie de la página 2);

ii) *efecto operadores financieros sin compromiso empresario: "con la separación entre la propiedad y la dirección que prevalece hoy, y con el desarrollo de mercados de inversión organizados, ha entrado en juego un nuevo factor de gran importancia, que algunas veces facilita la inversión, pero también contribuye a veces a aumentar mucho la inestabilidad del sistema,"*(Keynes; 1951:149);

iii) *efecto burbuja de especulaciones excesivas: "los especuladores pueden no hacer daño cuando sólo son burbujas en una corriente firme de espíritu de empresa; pero la situación es seria cuando la empresa reconvierte en burbuja dentro de una vorágine de especulación. Cuando el desarrollo del capital de un país se convierte en subproducto de las actividades propias de un casino, es probable que se realice mal"* (Keynes; 1951:157).

(29) Estas consideraciones, emanadas de un análisis crítico de la teoría clásica, a la luz de la crisis de 1929 y sus consecuencias, adquieren mayor estatura si se toman en cuenta además las siguientes expresiones:

"la medida del éxito obtenido por Wall Street, considerada como una institución cuya finalidad social es guiar las nuevas inversiones por los cauces más productivos en términos de rendimientos futuros, no puede presentarse como uno de los triunfos prominentes del capitalismo de laissez faire, lo que no es sorprendente si estoy en lo justo al pensar que los mejores cerebros de Wall Street se han orientado, de hecho, a un fin diferente" (Keynes; 1951:157).

(30) Irving Fisher (1867-1947), ocurrido el colapso de 1929, se aboca al intento de interpretar los mecanismos subyacentes que lo hicieron posible, contribución que concretó en una "Teoría de la Deflación de Deuda en las Grandes Depresiones" (1933). Aunque Schumpeter lo calificara como un "grande" de la economía, en particular por su condición de "adelantado" de la econometría (Schumpeter; 1967:310), sus ideas fueron en su momento muy controvertidas.

(31) Según Fisher, los cambios económicos incluyen tendencias uniformes y abruptas variaciones ocasionales que actúan como iniciadores de oscilaciones cíclicas. En particular la excesiva expansión del crédito, por lo general ligada a las oportunidades crecientes de inversión debidas a nuevas invenciones. Es para Fisher una de las fuentes de conspiración, dando lugar a un gran volumen de sobreendeudamiento, que conduce finalmente a una disminución efectiva de los precios (o una apreciación de la moneda) por mejoramiento de la productividad. Si la moneda (dólar) se aprecia más rápido que la disminución de la cantidad de dólares debidos, la amortización de las deudas se agrava.

(32) Las dificultades en liquidar las deudas lleva a que los acreedores inicien un proceso de "ventas por pánico" en combinación con ellas no se renuevan líneas de crédito, se contraen los depósitos bancarios y baja la velocidad del crédito. Se genera un proceso depresivo (Cuadro 2).

7. En términos de dinámica de la complejidad, cuando un sistema se aleja del equilibrio las grandes fluctuaciones son esenciales para que pueda elegir el más adecuado nuevo régimen de funcionamiento posible en el marco de las nuevas condiciones. La elección significa que nada permite privilegiar una solución determinada (Prigogine;1996).

Cuadro 2 : Secuencia del Efecto Deflación de las Deudas en las Grandes Depresiones

1. Caen los niveles de precios por disminución de consumo y liquidación de stocks en busca de liquidez.
2. Cae el valor de los negocios, precipitando quiebras.
3. Cae la generación de utilidades de las empresas.
4. Se reduce la producción, el comercio y los niveles de empleo.
5. Hay pesimismo y se pierde la confianza.
6. La gente deja de gastar y guarda cuanto puede, ante la incertidumbre.
7. Suben las tasas de interés reales, pero baja la tasa de interés nominal (debido a la presencia de deflación).
8. La autoridad monetaria inyecta liquidez intentando “reflacionar” la economía.

(Fisher; 1933:343)

- (33) Hyman P. Minsky (1919-1996), graduado en ciencias (Chicago) y doctorado economista en Harvard, alumno de Joseph Schumpeter y Wassily Leontief, especializado en investigar la fragilidad financiera intrínseca a un desenvolvimiento normal de la economía productiva y las crisis vinculadas a ellas.
- (34) Para Minsky, los momentos de prosperidad son acompañados por una euforia especulativa y una expansión consecuente del volumen de crédito, pero en un determinado momento los beneficios producidos no pueden pagarlo y esos incumplimientos precipitan las condiciones de crisis. Se produce entonces una contracción de los préstamos, incluso para aquellas compañías que sí pueden pagar sus deudas, La economía entra inevitablemente en *recesión*. Advierte también sobre las innovaciones, el grado de sofisticación de los instrumentos financieros y los riesgos de su internacionalización (Minsky; 1984 a). Intuye una grave complicación para la estabilidad financiera, por la dificultad de regular un mercado tan complejo. Propuso la reducción de los intermediarios financieros, una mayor regulación bancaria y la orientación del gasto público hacia la inversión.
- (35) Adicionalmente, el desarrollo de mercados extraterritoriales (zonas libres con baja o nula regulación) propicia la especulación con monedas reserva en los mercados de divisas, no existiendo un mecanismo equilibrador del tipo que operaba durante la vigencia del patrón oro. Entonces (Minsky; 1983) Inglaterra exportaba capital a largo plazo e incurría al mismo tiempo en déficit de comercio. Como potencia monetaria mundial compensaba esa salidas con ingresos de capital y endeudamiento externo de corto plazo. Los países que tenían deudas de largo plazo con Inglaterra podían cumplir con sus obligaciones en virtud a sus superavits comerciales y esos ingresos netos les servían para remunerar adecuadamente las inversiones directas inglesas. Como mayor centro financiero internacional Londres recibía gran cantidad de depósitos a corto plazo del resto del mundo. Esto equilibraba la balanza de pagos sin que el país perdiera oro.
En las condiciones actuales, con un sistema internacional desvinculado del oro y mercados financieros extraterritoriales desregulados para las principales monedas reserva, se carece de un mecanismo estabilizador.
- (36) En las últimas décadas, cuando la insolvencia de un país deudor (o un conjunto de ellos) amenazaba la estabilidad financiera global, el Fondo Monetario Internacional (FMI) chutaba en dos direcciones:
- i) gestionando el refinanciamiento de las deudas acumuladas y
 - ii) induciendo la devaluación de sus monedas, para disminuir importaciones y posibilitar el compromiso de pagos en moneda extranjera.
- Según Minsky, esta segunda estrategia es perjudicial para la economía mundial, dado que la contención de la demanda de importaciones de los países deudores afecta las exportaciones y los ingresos de capital de los acreedores y, si los países fiscalmente independientes actúan con igual criterio, la reducción de importaciones impide a otras naciones generar los flujos de caja necesarios para validar sus deudas⁸ (Minsky; 1984 b).
- (37) Como se puede apreciar, el pensamiento económico dispone de aportes específicos para interpretar y entender los mecanismos de riesgo que pueden llevar a crisis financieras severas, resultado de analizar y haber logrado decodificar la secuencia de encadenamientos que han caracterizado ese tipo de sucesos en el pasado.
- (38) ¿Si el debate científico fue prolífico y hay claridad en el pleno del conocimiento, por qué no pudo haber una oportuna acción preventiva? ¿Si en sucesivos informes anuales el Banco de Pagos Internacionales (BPI) fue anunciando el alarmante estado que iban tomando las finanzas globales e

8. La crisis de la deuda durante los años ochenta fue un ejemplo claro de lo señalado. Las deudas soberanas debieron depreciarse a un nivel congruente con los flujos de caja de los países deudores (Plan Brady).

incluso en su edición más reciente (BPI; 2008: 8) refiere a los autores brevemente reseñados, por qué se llegó tan lejos?

(39) Los interrogantes anteriores sólo pueden entenderse a partir de una reflexión entre la dinámica de los hechos y las dificultades de consenso y respuesta de la acción política.

Hacia principios de los setenta, con la inconvertibilidad internacional del dólar, comienza el resquebrajamiento del orden monetario y financiero de la postguerra (Bretton Woods). Ese suceso es el primero de una serie de otros hechos que hicieron cada vez más complejo y controvertido el rediseño de esa esperada (aún hoy) “nueva arquitectura financiera internacional” (Villanueva; 2003).

La ausencia de orden dejó abierto el campo a energías innovadoras, que culminarían conformando esa estructura caótica aparentemente en busca de auto corrección a partir del colapso actual.

Evolución

(40) Esta sección pretende describir, evaluar y juzgar las acciones que aparecen en respuesta al cese abrupto de las condiciones vigentes en el sistema financiero internacional hasta el momento en que se precipitan los cambios que lo llevan a esa caída y generalizada confusión. En la siguiente (horizontes) se especulará sobre sus perspectivas.

(41) Las claves de esta fase del proceso de transformaciones son:

- i) quiebre del “estado de confianza”⁹;
- ii) signos de recesión (decaimiento de la demanda global, subutilización de la capacidad instalada, desempleo coyuntural);
- iii) riesgos de tendencias a la depresión (descenso profundo y continuo de la actividad económica);
- iv) fuerte preferencia por obtener y retener liquidez;
- v) políticas y estrategias destinadas a contener y en lo posible revertir el desaceleramiento y freno del proceso de crecimiento.

Los conceptos y relaciones que determinan la prevalencia de estas manifestaciones están explicitados en el Cuadro 3 (página siguiente).

(42) El núcleo de las decisiones tomadas hasta el momento intentan un rápido restablecimiento de la confianza a partir de mostrar una fuerte decisión de intervención estatal para evitar mayores colapsos financieros, una política de bajas tasas de interés y una fuerte inyección de liquidez.

Horizontes

(43) ¿Cuáles son las perspectivas? ¿Qué se puede esperar ahora? ¿Cuáles podrían ser las contingencias y cuánto puede intuirse en el horizonte de las posibilidades? Estos son apenas algunos de los interrogantes más angustiosos del momento.

Para intentar un esbozo de respuesta es conveniente dejar claras algunas cuestiones en forma previa, a saber:

- 1 la economía - mundo actual es mucho más que un sistema abierto, es un complejo entramado de alta interdependencia productiva, ha cambiado sustancialmente la naturaleza del comercio mundial;
- 2 la dinámica del crecimiento mundial desde mediados del siglo pasado, emite valiosos mensajes relativos a la capacidad de respuesta del sistema ante variaciones abruptas e imprevistas de la tendencia a largo plazo;
- 3 la muy delicada cuestión de las prioridades de la acción: ¿colapso financiero o economía real?

(44) La estructura productiva está internacionalizada y esto ha cambiado la intensidad y el destino de los flujos comerciales de materias primas, bienes intermedios y productos terminados.

En las economías dinámicas y emergentes¹⁰ están asentadas filiales de las principales empresas globales, que son responsables además de la demanda generalizada de recursos productivos, del comercio interindustrial y del flujo de exportaciones de bienes finales.

Esto ha dado lugar a un crecimiento sostenido y expansivo, en condiciones de alta competitividad, donde los excedentes de unos (ahorro) financia los déficits (gastos) de otros y alimenta las oportunidades de especulación financiera (Cuadro 4, página siguiente).

9. “El estado de la confianza tiene importancia porque es uno de los más principales entre los factores que determinan la eficacia marginal del capital, que es igual que la curva de demanda de inversión” (Keynes; 1951:148).

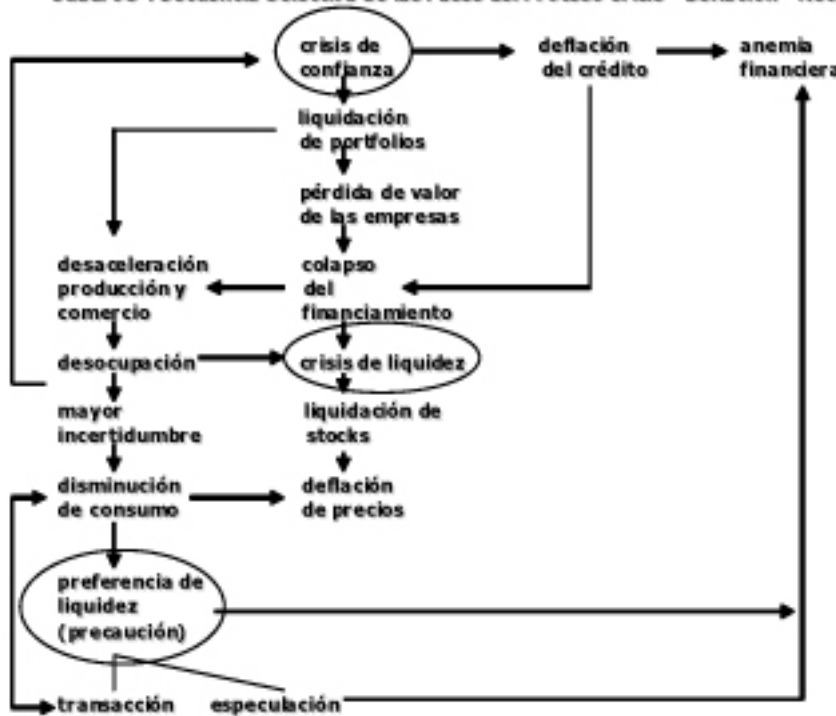
“Los actores económicos se apoyan mutuamente cuando consideran que forman una comunidad -de intereses- basada en la confianza mutua. Todas las sociedades económicas de éxito están unidas por la confianza” (Fukuyama; 1996:27-28).

10. El 72,0% del Producto Bruto Global 2007 tiene su origen en 15 estados nacionales: Estados Unidos (21,1), China (10,7), Japón (6,5), India (4,6), Alemania (4,3), Gran Bretaña (3,3), Rusia (3,2), Francia (3,1), Brasil (2,8), Italia (2,7), España (2,1), México (2,1), Canadá (1,9), Indonesia (1,8) y Corea del Sur (1,8).

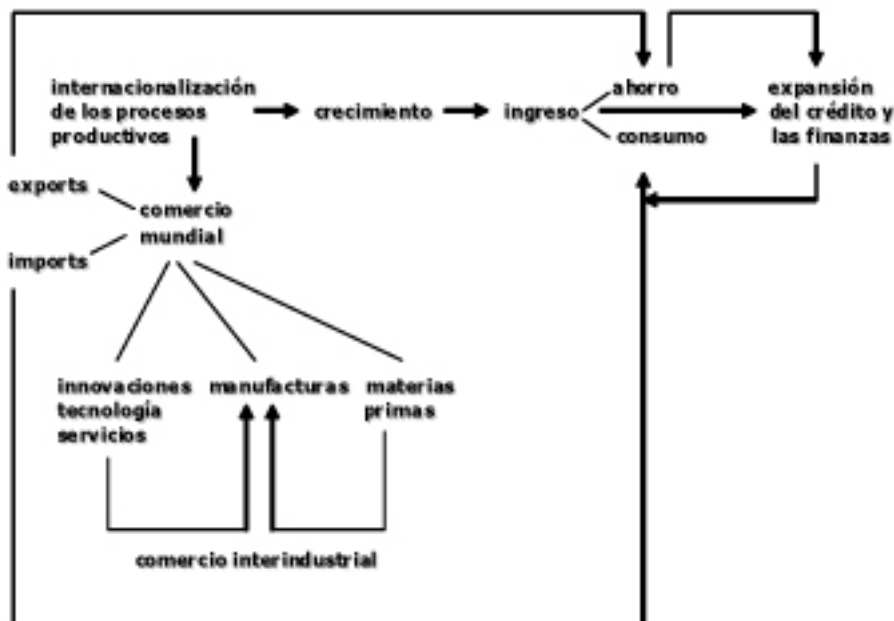
No hay ya problemas de efectos contagio, como tampoco centro y periferia. La economía mundo es una. Las redes informatizadas en el movimiento de capitales y la internacionalización productiva hace que todas las economías sean, de algún modo, “centro” o el mundo “plano” de Thomas Friedman (2005).

(45) Desde la segunda postguerra del siglo xx, y hasta mediados de los años sesenta (los gloriosos veinte), el mundo crece en modo sostenido. A partir de entonces, sobrellevó cuatro grandes crisis recesivas (1964; 1977, 1987 y 1997), todas asociadas a colapsos en los Estados Unidos, seguidas de depresiones con duración entre cinco y seis años. La tasa media anual de crecimiento en el período 1970/2007 es del 3,7% (Díaz Bonilla; 2008)

Cuadro3 : Secuencia Selectiva de las Fases del Proceso Crisis - Deflación - Recesión



Cuadro4 : Dinámica Expansiva del Crecimiento Internacionalizado



Las recuperaciones tienen una duración similar y el ciclo se mantiene hasta los límites de esa tendencia, salvo para el año 1996. La actual será sin duda quinta en esa progresión histórica (Cuadro 5, en página siguiente, base a Díaz Bonilla; 2008).

(46) ¿Cuáles son los mecanismos más adecuados para restablecer confianza, destrabar la fuerte preferencia por liquidez y restaurar la dinámica del consumo y la producción (Cuadro 3) evitando que la recesión posterior a la crisis devenga en depresión?

¿Reducir o mantener bajas las tasas de interés (experiencia que no aceleró la recuperación de Japón en la crisis de 1987) ¿Inyectar dinero fresco, corriendo el riesgo de no generar confianza y acrecentar la preferencia por liquidez precautoria?

Las tareas frente a una emergencia deben ser consistentes con el siniestro y no confundidas con acciones de recuperación. Con su prolija precisión y reconocida claridad, ante los problemas insinuados en agosto de 2007 Paul Samuelson decía: *"primero es necesario apagar el incendio, luego sacar las lecciones y finalmente corregir"* - en ese momento se estaba ante las manifestaciones iniciales de una crisis potencial, como bien lo cita el Informe Anual del BIS referido en el párrafo (01) - *las deficiencias de regulación que facilitaron los préstamos sobre apalancados*" (Samuelson; 2007).

(47) Si se repitiera la secuencia histórica de las recesiones - depresiones anteriores (Cuadro 6, página 10) cabría esperar una desaceleración depresiva severa hasta aproximadamente 2013, con un proceso de recuperación, siempre ajustado a la tendencia histórica, para 2019, donde la economía - mundo podría alcanzar los niveles de 2008, cercanos a su tendencia histórica.

(48) ¿Es posible evita una recesión o aminorarla? No en el corto plazo. Recuperar el estado de la confianza y destrabar la preferencia por liquidez no son síntomas sensibles ni elásticos a los criterios normales de política económica para estos casos.

Recrear confiabilidad en el sistema financiero llevará tiempo y en mucho influirá para ello el tipo y la naturaleza de las nuevas normativas para regularlo, que adaptadas a las nuevas realidades globales, trasmitan mensajes claros de fortalecimiento capaces de evitar nuevos excesos y colapsos.

Si bien la cooperación internacional ha mejorado en ciertos ámbitos, las estructuras financieras globales carecen aún de la estatura y el reconocimiento para actuar al ritmo de la cambiante realidad internacional. De allí que persista aún una marcada vivencia en cuanto a que corresponde a las autoridades nacionales de los principales centros financieros actuar en solitario.

Lo sucedido es sólo un desequilibrio transitorio, cuya superación vendrá a partir del momento en que se reordene el sistema financiero internacional, asignatura pendiente para un mundo que dejó muy atrás las condiciones que llevaron a los acuerdos de Bretton Woods.

En estos contextos las autoridades monetarias buscan estabilizar el ritmo del ciclo asumiendo responsabilidad en la determinación del nivel de las tasas de interés a corto plazo, pero no es suficiente revertir el ánimo de los mercados y menos efectiva aún ante la diversidad de los instrumentos financieros y la universalización de los ahorristas hace que la acción decidida en una plaza no alcance efectivamente a los reales afectados. Hoy el problema es global no tanto por efecto contagio sino por la dispersión geográfica de los inversores. Mientras tanto los efectos recesivos (caída de ventas, desempleo sectorial) contribuirán a deprimir el ambiente económico.

(49) Estados Unidos y la Unión Europea son un 43% de la economía mundial y presentan síntomas recesivos severos. El 32% de la economía global, representado por los países emergentes ¿podrá transformarse en la locomotora sustituta del crecimiento?

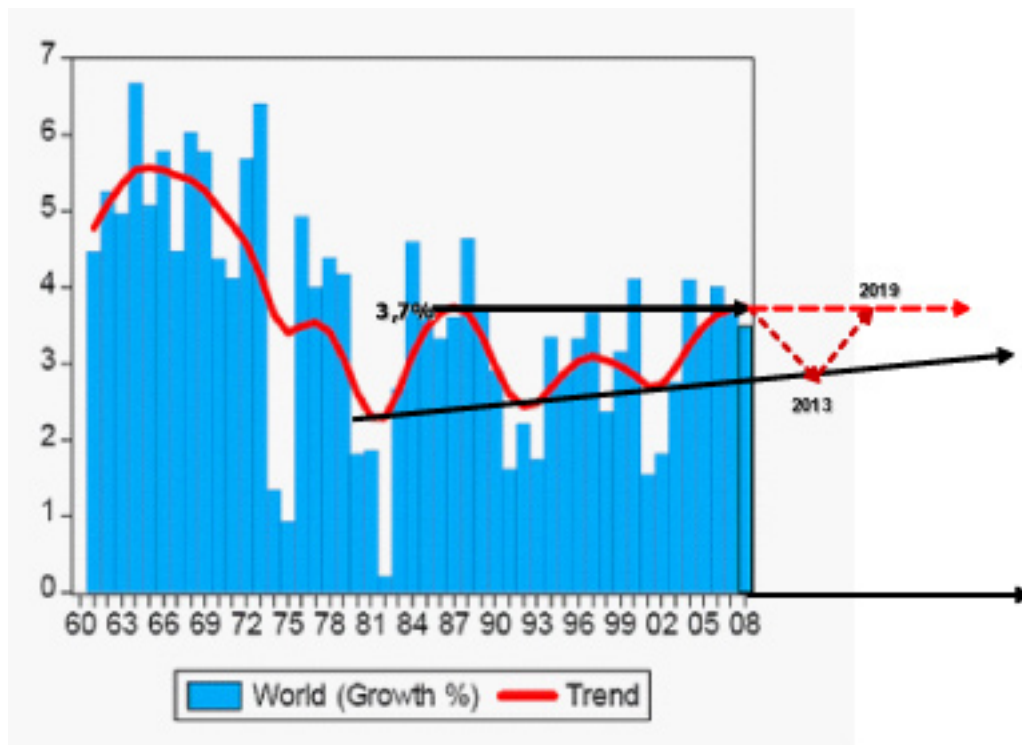
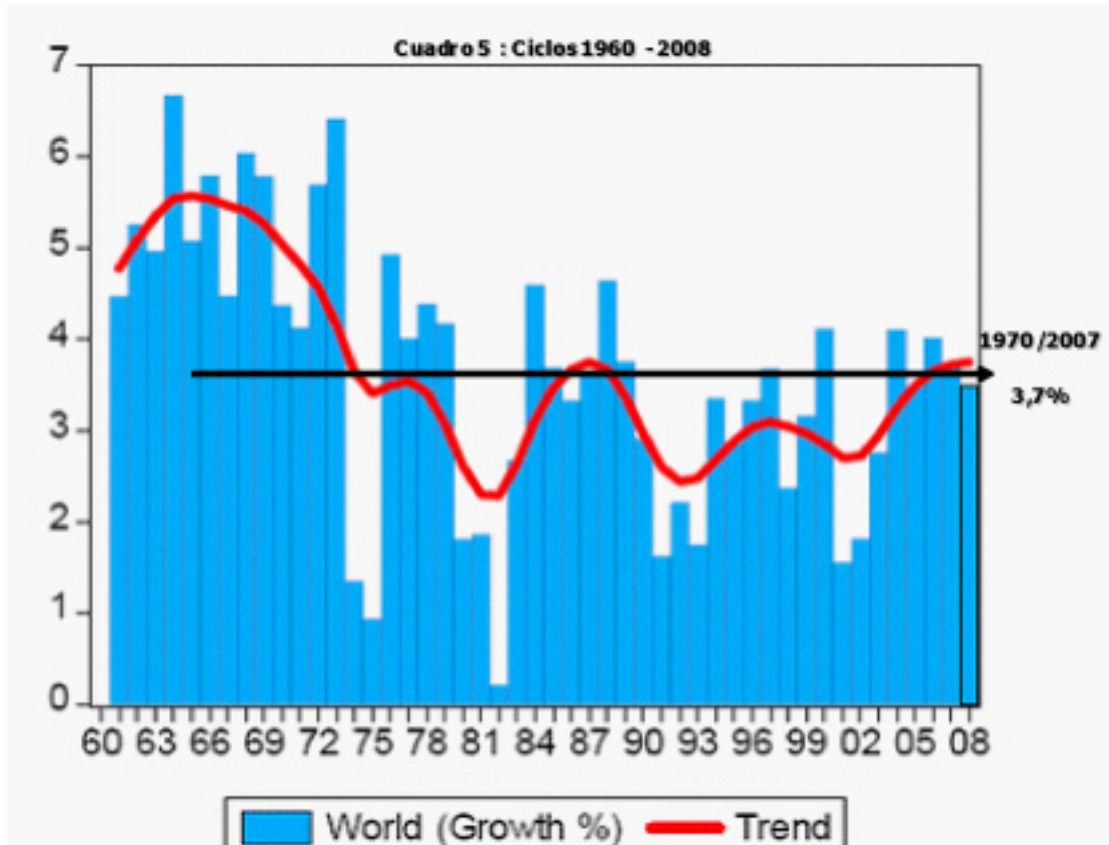
Quizás. Pero eso depende del grado en de mejora en el nivel y la distribución de su ingreso así como de los cambios en el comportamiento de su población, que si bien tiene necesidades insatisfechas mantiene un bajo perfil de propensión al consumo.

Pero es cierto también que la reactivación de la demanda interna en los países asiáticos se ha materializado de forma abrumadora por la inversión de empresas globales, impulsadas a su vez por la vigorosa demanda de exportaciones. En muchos casos, incluidos algunos países cuyas variables económicas fundamentales han mejorado significativamente, ha crecido el temor a que una reversión brusca de los flujos de capital pueda complicar de forma notable la gestión macroeconómica, atento a vulnerabilidades potenciales de los mercados financieros.

(50) En las economías domésticas, a la oportunidad y precisión de las políticas públicas les corresponde el rol central para activar la demanda interna, desacelerada por la recesión de la producción privada y la prudencia precautoria del consumo.

Mejor preparados estarán los países que dispongan de previsiones anticíclicas, en el modo de fondos especiales.

Redireccionar el gasto hacia inversiones de infraestructura con alto efecto cascada (construcciones), promover actividades intensivas en mano de obra con reducción/exención impositiva, destrabar exporta-



Cuadro 6 : Líneas de Horizonte Depresión (2009 /13) – Recuperación (2014 /19)

ciones, encarar reformas fiscales que incentiven la producción, impulsar la economía de conocimiento y la oferta de servicios son parte de las herramientas para evaluar y determinar las acciones a seguir.

(51) En el plano de las finanzas advierto una salida complicada, pero posible en la medida que se entienda que esta es una crisis de mutación.

El orden del sistema financiero de los países y del mundo no responde a las nuevas realidades de la internacionalización económica y ha dicho “basta”. Se llegó hasta aquí. No se trata de reconstruir sino definitivamente de pasar a una etapa nueva que se caracteriza por un entramado global interdependiente.

Las crisis perturban la capacidad de adaptación de los sistemas. Cuando los mecanismos adaptativos, previamente eficientes, no bastan para mantener la estabilidad o el equilibrio, se hacen necesarios nuevos instrumentos y realizar una reestructuración interna del sistema (Lindemann; 1944).

Situaciones de emergencia sistémica pueden superarse con métodos conocidos. Las crisis requieren nuevas pautas de conducta.

(52) En lo monetario y financiero esa instancia habrá de requerir una autoridad de competencia mundial, una normativa adecuada a la unicidad del mercado global y controles adecuados a ese perfil.

La magnitud del desafío abre las puertas a la búsqueda necesaria de un consenso mundial amplio, pero que tomará su tiempo. La reciente reunión del G20 es un indicio fuerte en ese sentido y anticipa pautas consistentes con la complejidad aquí planteada de las nuevas realidades: integración de los sistemas financieros, refuerzo de la regulación y supervisión, nuevos criterios contables para otorgar mayor transparencia a los activos financieros, mayor seguimiento del comportamiento de los mercados.

Síntesis

(52) He intentado mostrar en este trabajo que las fluctuaciones en el nivel de actividad económica son habituales en la senda del crecimiento.

La atención de las economías avanzadas está puesta en el sostenimiento de la tendencia a largo plazo y en la capacidad para dominar los ciclos, especialmente para evitar al máximo sus efectos negativos.

(53) Quise resaltar también los aportes de la ciencia para interpretar las situaciones de crisis. El pensamiento económico no es para nada indigente en calidad de diagnóstico y, en consecuencia, de orientaciones para la acción y la prevención a futuro.

(54) Advierto finalmente que creo inevitable una fase depresiva, de comportamiento similar a las crisis recientes, cuya durabilidad depende ahora fuertemente de la dinámica interna de los países emergentes.

Reflexión

(55) La cultura del capitalismo se asienta en los tres legados de Adam Smith para conciliar con el mercado, que era una realidad preexistente al espíritu de acumulación y lucro, propio de la modernidad occidental.

Una moral, que rige el comportamiento personal. Un orden jurídico estable y respetado, que estructura la vida social. Sobre esos pilares el capital humano de los países puede construir riqueza¹¹.

Bibliografía

- BPI Banco de Pagos Internacionales (2008); 78ª Informe Anual; Basilea
 Cyrulnik, Boris (2006); La Maravilla del Dolor; Granica; Buenos Aires.
 Díaz Bonilla, E. (2008); Recessions: Past and Future); www.rgemonitor.com).
 Fisher, Irving (1933); The Debt Deflation Theory of Great Depressions; Econometrica.
 Fridman, Thomas (2005); The World is Flat; Farrat, Straus and Giroux; New York.
 Fukuyama, Francis (1996); Confianza; Atlántida; Buenos Aires.
 Keynes, John Maynard (1951); Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero; Fondo de Cultura Económica; México.
 Lindemann, E. (1944); Symptomatology and Management of Acute Grief; American Journal of Psychiatry; N° 101.
 Minsky, H.P. (1983); Monetary Policies and the International Financial Environment; Washington University, Department of Economics, Working Paper Series N° 56.
 Minsky, H.P. (1984 a); Central Banking and Money Market Changes: a Reprise; American Economic Association; Dallas.

11. Teoría de los Sentimientos Morales; Teoría de la Justicia; Investigación sobre la Naturaleza y Causa de la Riqueza de las Naciones

Minsky, H.P. (1984 b); The Potential for Financial Crises, en Amir-Hawkins-Levich (Editores); The Future of the International Monetary System; Lexington Books; Lexington, Mass.

Moyano Llerena, Carlos (1996); El Capitalismo del Siglo XXI; Sudamericana; Buenos Aires.

NBER National Bureau of Economic Research (2008); US Business Cycle: Expansions and Contractions; www.nber.org

Partnoy, Frank (2003); Codicia Contagiosa; El Ateneo; Buenos Aires.

Prigogíne, Ilya (1996); El Fin de las Certidumbres; Andrés Bello; Santiago de Chile.

Rubio, Alberto (2007); La Trama del Presente; Documento de Trabajo Nro 12; Facultad de Ciencias Sociales y Económicas, Departamento de Economía, Pontificia Universidad Católica Argentina; Buenos Aires.

Samuelson, Paul (2007); Los Bancos Centrales y la Crisis Financiera; Clarín (agosto 19); Buenos Aires

Schumpeter, Joseph (1967); Diez Grandes Economistas. De Marx a Keynes; Alianza Editorial; Madrid.

Villanueva, Javier (2003); El Debate Financiero Internacional de la Última Década; Academia Nacional de Ciencias de la Empresa; Buenos Aires,

