



Revista de Fomento Social, 53 (1998), 465-482

La crisis financiera mundial

Consejo de Redacción

En septiembre del pasado año Brasil padeció, una vez más, los efectos de una crisis financiera cuyo origen se encontraba al otro lado del Pacífico: la creciente fuga de capitales obligó al Banco Central de este país a operar en el mercado interbancario con intereses de hasta el 39'75%, buscando con esta medida frenar de algún modo la salida masiva de capitales. A pesar de ello el real brasileño continuó su caída en el mercado de divisas debido a que en noviembre el déficit corriente correspondiente a los doce últimos meses alcanzaba los 34.525 millones de dólares, el 4'4% del PIB brasileño. Este es uno de los varios episodios padecidos en diversos países, tanto de Latinoamérica como del Sudeste asiático y que, uno tras otro, configuran una situación de recurrente crisis financiera mundial.

En este artículo editorial pretendemos ayudar a nuestros lectores a entender y valorar dicha crisis financiera mundial. Y hemos de comenzar subrayando la complejidad de la misma: a lo largo de los últimos doce meses se han ido sucediendo acontecimientos, de forma que resulta ya casi imposible distinguir entre las causas y los efectos de las medidas adoptadas para hacerles

frente. Esta complejidad se acentúa por la creciente globalización de todo el proceso. En ese conjunto de episodios interrelacionados es más fácil describir los síntomas que ahondar en las causas últimas.

En nuestro deseo de aportar luz en todo este confuso panorama presentaremos en una primera aproximación los síntomas de la crisis: lo haremos recorriendo las sucesivas fases del proceso para captar la lógica de los acontecimientos en su desarrollo temporal (1). A continuación, de forma más breve, ofrecemos algunas reflexiones sobre las causas de esta crisis y enunciamos algunas vías para avanzar hacia una solución (2).

Se suceden así toda una serie de acontecimientos, cuyas causas a veces se confunden con los efectos de unas medidas cada vez más cuestionadas y que, en definitiva, constituyen una dificultad añadida a una situación ya de por sí compleja ante la creciente globalización de los mercados. Esta complejidad hace difícil el determinar las causas más profundas de estas crisis. Por ello, en una primera aproximación se ha optado por exponer y comentar sus síntomas, así como algunos de los acontecimientos que han adquirido cierto protagonismo durante la actual crisis mundial.

El desarrollo de la crisis: síntomas

El origen de la crisis

El origen de esta crisis hay que relacionarlo con la inestabilidad cambiaria de los tipos de cambio, derivada de movimientos especulativos de capitales. Tales movimientos trataron de provocar la ruptura del cambio fijo entre el dólar de Hong Kong y el dólar norteamericano. Los mercados comenzaban a desconfiar de ese afán de mantener artificialmente un tipo de cambio que seguramente no reflejaba la realidad. Pero ello adquiere una especial relevan-

(1) El lector menos familiarizado con la economía quizá podría pasar directamente al apartado referente a las causas de la reciente crisis financiera mundial.

(2) La celeridad con que se producen los acontecimientos determina que muchos detalles queden anticuados en un plazo muy breve. Por ello, creemos importante indicar que la redacción de este artículo editorial finalizó en febrero del año actual.

cia cuando afecta a economías cuyo modelo de crecimiento se basa fundamentalmente en las exportaciones. Porque si estos países mantenían sus monedas estrechamente vinculadas al dólar, y si además el dólar estaba atravesando un período de apreciación, la consecuencia de todo ello no podía ser sino una progresiva pérdida de competitividad de sus exportaciones.

En esos países convergían diversas circunstancias que favorecían un incremento considerable de la producción: por una parte, elevadas inversiones de capitales extranjeros; en segundo lugar, notables mejoras en la productividad de las empresas allí instaladas; por último, unos costes laborales muy bajos en relación con los países desarrollados.

Pero esta producción en rápido crecimiento se tornaba cada vez más dependiente de la demanda externa. Todo ello, en un contexto de tipos de cambio mantenidos artificialmente estables frente al dólar, terminó provocando un exceso de capacidad productiva porque ésta no sabe adaptarse a un estancamiento cada vez mayor de las demandas externa e interna.

Este mantenimiento artificial de los tipos de cambio y los desequilibrios macroeconómicos derivados de tal situación provocaron una serie de corrientes financieras especulativas contra las monedas de estos países. Estalló así la crisis en Asia en octubre de 1997 con la devaluación de la moneda de Malasia y luego la de Tailandia. Tales corrientes de capitales especulativos resultan enormemente dañinas para economías como las del sudeste asiático, con una gran dependencia de capitales exteriores y unos elevados niveles de endeudamiento externo materializado fundamentalmente en pasivos a corto plazo y de acreedores privados: y cuando llega la recesión, como efecto de la caída de las demandas externa e interna, surgen grandes dificultades financieras, no sólo en el sector privado (empresas y familias), sino también en el sector público, que ve dañada su capacidad para atender sus propias deudas. Es entonces cuando los gobiernos, ante la reducción sustancial de sus reservas, se ven finalmente forzados a solicitar la ayuda del FMI (3).

Este exceso de oferta terminó por inducir la caída en los precios de las mercancías. Y ya tenemos ahí un germen infeccioso que va a dañar la salud de casi todas

(3) La responsabilidad de mantener simultáneamente la libertad de movimiento de capitales, un tipo de cambio fijo y una política monetaria independiente obligaría a renunciar a una de estas tres condiciones, como se demostró en el caso de Malasia.

las economías menos desarrolladas del mundo. Así, en un primer momento, esta disminución de los precios de dichos productos, de los cuales dependen en gran medida los países inicialmente afectados (por ser exportadores netos), provoca unos menores ingresos y, consecuentemente, unos desequilibrios macroeconómicos, que se traducen en aumentos del déficit, tanto público como de la balanza de pagos. Los efectos de tales caídas se dejaron sentir en primer lugar en los países de la antigua Unión Soviética: en agosto de 1998 Rusia declara la moratoria de su deuda por noventa días. Pero la crisis alcanzó también en tales fechas a las economías latinoamericanas. Si el caso ruso fue el más evidente, la devolución de la deuda fue problema común a todos los países en dificultades.

Toda esta secuencia de acontecimientos hace que los mercados empiecen a cuestionar, y no sin razón, la salud de los sistemas financieros de estas economías conocidas como «emergentes». Se comienza a hablar entonces de «sobrevaloración de activos» (*asset inflation*), para expresar cómo unas expectativas demasiado optimistas por parte de los inversores han terminado por frustrarse. El origen de esta sobrevaloración o «burbuja especulativa», tanto en el mercado inmobiliario como en el de valores, se encuentra en el aumento del dinero y del crédito internos; pero ello ha acabado arrastrando a unos sistemas bancarios débiles e ineficientes, cuya carencia de unas pautas comunes de supervisión ha sido casi tan grave como los propios movimientos especulativos.

Las reacciones en los mercados financieros

Las menores expectativas de crecimiento de estas economías afectaron a las cotizaciones, no sólo de los títulos de las empresas en ellas establecidas, sino también a los de todos los agentes prestamistas (bancos y empresas matrices, principalmente), dada su potencial incapacidad para rentabilizar sus inversiones o recuperar los capitales prestados.

La caída de las acciones en los mercados asiáticos hace que los grandes inversores (y entre ellos juegan un papel destacado por su elevado apalancamiento los «*hedge funds*» o fondos de cobertura (4), los cuales han

(4) En estos fondos los recursos se invierten en los mercados de derivados, por lo que sus inversiones son mucho más elevadas que los fondos disponibles. Tienen, por lo tanto, un carácter fuertemente especulativo y corren grandes riesgos.

realizado numerosas operaciones de carácter marcadamente especulativo) traten de compensar las pérdidas sufridas en estos mercados mediante ventas masivas en otras plazas como, por ejemplo, las latinoamericanas. Tales movimientos terminan por provocar fuertes caídas en los mercados de acciones de países más desarrollados que cuentan con importantes intereses en las zonas afectadas.

Al mismo tiempo crece, comprensiblemente, la aversión al riesgo entre los inversores, lo que provoca un intenso trasvase de capital desde la renta variable (acciones) hacia la renta fija (bonos), que afectará en esta última a los diferenciales de tipos de interés exigidos entre títulos de distinta calidad. Además esta masiva corriente de dinero hacia los mercados de renta fija provoca un aumento del precio de los bonos y, como consecuencia, unas menores rentabilidades de éstos, lo que determina una huida posterior de estos mercados de valores.

Algunas medidas de política económica adoptadas

Dado el fuerte componente financiero de la crisis, las políticas seguidas por los países en crisis han sido especialmente de carácter financiero también.

Y entre ellas hay que comenzar citando, por su importancia, la reestructuración del sistema financiero japonés. En especial se han realizado inyecciones de capital a bancos japoneses, lo que les ha permitido conceder créditos a su clientela. Esta medida, que no fue vista con simpatía por los bancos de Japón, tuvo que ser aceptada como inevitable por ellos mismos.

En otros países menos avanzados también se han adoptado medidas financieras. Por ejemplo, México ha saneado la banca y Colombia ha anunciado un impuesto (del 2 por mil) sobre los reintegros de las cuentas bancarias para poder conceder créditos a los deudores. Esta última medida no deja de resultar pintoresca en una economía como la actual.

En el terreno de la política cambiaria se ha buscado sobre todo la estabilidad, ya que la manipulación de los cambios hubiera agravado la crisis sustancialmente. Brasil y otros países latinoamericanos han establecido planes para evitar la caída de sus monedas, obteniendo al principio un moderado éxito. La excepción ha sido Rusia, que en el pasado agosto realizó una importante devaluación del rublo, ya que la situación de caos económico de

este país no permitía mantener las cotizaciones anteriores. En este mismo orden de cosas se ha llegado a proponer que los países en vías de desarrollo establecieran un tipo de cambio fijo, con objeto de limitar las oscilaciones del comercio exterior de sus productos. Pero todo no ha pasado de ser una mera propuesta.

Los planes para reducir los efectos reales de la crisis financiera han sido abundantes: Japón ha fijado incentivos a sus empresas, que lentamente van respondiendo de forma favorable; Rusia ha aprobado y modificado numerosos planes, que por falta de un liderazgo político apenas han pasado del papel; Brasil ha realizado ajustes fiscales para defender su moneda, el real (5). Otros países americanos del área latina han visto frenados los planes establecidos que, en general, iban dirigidos al crecimiento económico (6).

Aunque en un mercado liberalizado es muy difícil el proteccionismo, era inevitable que surgiesen algunas actitudes proteccionistas. Así, en algunos países americanos y sobre todo entre los propios estados que constituyen MERCOSUR, se han elevado algunas barreras al comercio, evidentemente de carácter no arancelario.

La crisis en los países desarrollados

Los países desarrollados tampoco han quedado indemnes, aunque el escenario principal de la crisis se encontrase lejos de ellos. Ante el desplome de las divisas de los países emergentes, los gobiernos de las economías más desarrolladas han tratado de ajustar a la baja el tipo de cambio de sus propias monedas para evitar así que sus empresas perdieran competitividad frente al exterior. En este sentido, no han sido escasas las medidas de política monetaria que se han traducido en un recorte de tipos de interés: se buscaba así fortalecer la demanda interna y prolongar el actual ciclo expansivo por el que atraviesan sus economías, de modo que el ajuste cambiario (la depreciación de sus monedas) derivado de esos menores tipos de interés frenase el debilitamiento de sus respectivas balanzas comerciales.

(5) Política que se ha visto frustrada, ya que el real ha ido depreciándose de forma acelerada.

(6) En Centroamérica, los efectos del huracán Mitch sobre sus débiles economías es un factor añadido que crea un difícil futuro para estos países.

Entre las múltiples variables a tener en cuenta se encuentra la situación de las divisas a las que se otorga el liderazgo, que no son otras que el dólar y el recién-nacido euro. El dólar inició un camino de bajada desde el mes de abril de 1998, mientras que las monedas de los diferentes países que integran la Unión Monetaria Europea mantuvieron inalterados entre sí los tipos de cambio que se fijaron a principios de mayo de ese mismo año con la idea de evitar especulaciones y sobresaltos en los meses previos al nacimiento formal del euro. El nacimiento de un euro fuerte, frente a un dólar debilitado puede valorarse como un alumbramiento exitoso. A efectos prácticos no lo es tanto, sobre todo si se considera que la zona euro tiene como uno de sus puntos fuertes la exportación. Por eso, y como consecuencia de la debilidad del dólar, que también tiene su efecto sobre el crecimiento europeo vía pérdida de competitividad, en distintos países de la Unión Europea se han producido a finales de 1998 descensos sucesivos de los tipos de interés.

La ya comentada debilidad del dólar estadounidense en 1998 se puede explicar por una actuación deliberada de EEUU para adecuar el valor de su divisa al nuevo escenario, donde las monedas de países exportadores de productos manufacturados (Corea, Tailandia y el propio Japón) han sufrido severas devaluaciones. No hay que olvidar que EEUU se encuentra entre los primeros mercados de tales países, por lo que no sería extraño que el dólar estuviese buscando una depreciación significativa, que evitase una mayor entrada de los productos asiáticos en sus mercados. Esta presunta estrategia depreciatoria del dólar ha motivado una actuación coordinada de las monedas que integran el euro para adecuarse también a la nueva realidad y evitar una lesión mayor en el capítulo de las exportaciones de los países de la unión monetaria, que ya están acusando la crisis en su sector exterior. Este tipo de actuaciones tendentes a depreciar la propia moneda provoca una especie de círculo vicioso derivado de reacciones de aquellos otros países que procuran con tales medidas adaptarse al nuevo escenario (7).

(7) Los acontecimientos se producen con notable celeridad. En estos momentos el dólar se ha apreciado sensiblemente y el euro ha perdido en parte su impulso inicial. Gran parte de lo recogido en este apartado es ya historia, en estos momentos, febrero de 1999, la realidad es bien distinta, pero ¿por cuánto tiempo? Los mercados tienen su propia lógica, contra la cual las políticas económicas actuales poco pueden hacer.

Por otra parte, la política monetaria aplicada por la Reserva Federal de Estados Unidos iba adoptando, de forma muy lenta, un talante expansivo. Sin embargo, la crisis financiera internacional impidió que las bolsas americanas respondieran positivamente a esta política de tipos de interés. El temor a un derrumbe financiero y a un efecto contagio provocaron caídas profundas de los índices del Wall Street. Uno de los llamados «hedge funds» (fondos de cobertura) sufrió una caída espectacular, que sólo pudo superarse a través de una operación de rescate de la banca americana impulsada por la Reserva Federal. Esta decisión fue muy criticada por algunos comentaristas económicos, que hubieran preferido que fuese el mercado el que resolviese el problema, ya que, según su parecer, son las agencias de «rating» (de calificación crediticia) las que deben valorar estos fondos especulativos. Pero es evidente que en esta decisión y en otras de la Reserva Federal pesó más el temor a una falta de liquidez que se extendiese por toda la economía financiera.

La Unión Europea, que acababa de decidir los países que adoptarían el euro a partir del 1 de enero de 1999 y que había aprobado un plan de estabilidad para estos países, partía de un crecimiento económico notable, de unas finanzas públicas bastante saneadas y de unos intereses en descenso. Los objetivos de la política comunitaria eran: continuar con el descenso de los déficits públicos, ir bajando los tipos de interés oficiales para hacerlos converger en una tasa más reducida y mantener una política de empleo activa; esto último, no sin ciertos desacuerdos respecto a los medios y a los calendarios. Como marco global, se esperaba un crecimiento importante para los años 1998 y 1999.

A pesar de que la crisis financiera castigó duramente a las bolsas europeas y provocó el temor de una caída importante del crecimiento previsto, la Unión Europea mantuvo, en líneas generales, la estrategia prevista. Únicamente se aceleraron ligeramente las reducciones de los tipos de interés oficiales con el propósito anteriormente comentado, y ya recientemente, en diciembre del pasado año, se han bajado todas las tasas de interés oficiales del área euro a un 3 por ciento, iniciando así, de forma no oficial, la política monetaria común. En este terreno, por tanto se ha seguido una política ligeramente expansiva para limitar los posibles efectos negativos sobre el crecimiento económico, aunque estos no se han dejado sentir claramente.

Por último, y todavía hablando de las medidas tomadas por los gobiernos,

la Unión Europea ha tomado alguna iniciativa en favor de los países en crisis: una significativa ha sido la de haberse propuesto la supresión de las cuotas de las importaciones procedentes de Rusia y Japón.

Reacciones de los inversores en los mercados financieros

Más allá de las políticas aplicadas por los gobiernos, tanto de los países en desarrollo como de los desarrollados, los mercados siguen reflejando una fuerte inestabilidad. Un caso típico es el de los movimientos pendulares entre los mercados de renta fija y variable. Por una parte, la seguridad de los bonos atrae hacia los mercados de renta fija capitales con cierta aversión al riesgo; por otra parte, la baja rentabilidad que ofrecen estos mercados por las razones ya comentadas (elevación del precio de los bonos y disminución de los tipos de interés) hace que estos capitales emigren ante la más mínima expectativa de rentabilidad bursátil. De esta forma, los mercados se vuelven especialmente vulnerables ante cualquier acontecimiento de índole política que pueda tener repercusiones económicas.

A modo de ejemplo podría citarse uno de los episodios de la crisis relatados por la prensa económica. Una de las prácticas que venían realizando varios fondos de alto riesgo (entre los que se encuentran los ya comentados «hedge funds») consistía en obtener, con intereses bajísimos, créditos en yenes, que eran invertidos en bonos estadounidenses, de mayor rendimiento. Los rumores de lo acertado de las medidas propuestas por el gobierno japonés para sanear su sistema bancario y aliviar la actual fase recesiva de su economía condujeron a una primera apreciación del yen frente al dólar. Esto desató el pánico entre los gestores de estas instituciones de inversión colectiva. Para pagar sus deudas en yenes, los «hedge funds» comenzaron a vender de forma masiva dólares, provocando la depreciación de esta divisa. Como consecuencia de ello, de forma paralela y con el propósito de defender la estabilidad de sus propias monedas, los bancos centrales de la zona euro comenzaron a comprar dólares, volviendo esta moneda a recuperar terreno tanto frente al yen como frente al marco.

La inestabilidad y, con ella, la incertidumbre, se propaga ya no sólo entre mercados homogéneos de distintas plazas financieras (pensemos, por ejemplo, en los mercados de acciones), sino también entre productos que, si bien

suelen ser complementarios (bonos y acciones) en las carteras de los inversores, en situaciones de crisis como la actual adquieren la consideración de sustitutivos.

Las medidas del Fondo Monetario Internacional y de otras instituciones internacionales

El FMI ha intervenido en diversas ocasiones tratando de adoptar medidas que aliviaran las situaciones de crisis de los países más afectados. Sin embargo, esta institución ha recibido toda una avalancha de críticas por su severa gestión para con los países afectados. No son pocos los que la acusan de imponer, como contrapartida de su apoyo financiero, condiciones que agravan la situación de los países en crisis. Tales medidas consisten básicamente en exigir ajustes por las vías monetaria y presupuestaria: en el terreno monetario, se imponen subidas sustanciales de los tipos de interés (como en el caso de Brasil) para desalentar la salida de capitales y frenar el desplome de la divisa; en el plano presupuestario, se exige el equilibrio de los presupuestos mediante recortes considerables del gasto público social o de infraestructura, determinantes de su competitividad. Tales medidas terminan por provocar un debilitamiento de la demanda interna y, con ella, de la actividad económica del país, lo que, finalmente se traduce en unos menores ingresos fiscales. Contrasta con esta postura la del Banco Mundial, que ha sido más flexible, y es partidario del sostenimiento de la demanda, aunque ello pudiera dar lugar a un incremento del déficit público.

No obstante, el papel del FMI ha sido esencial. Así, la ayuda financiera a Brasil ha sido una de las decisiones más importantes de este proceso. En un principio, se proyectó que en estas ayudas participara también la banca privada, pero ésta no aceptó finalmente, por lo que sólo se pudo contar con recursos públicos. Estos han sido verdaderamente decisivos para evitar que los problemas financieros se agravasen y provocasen el colapso de la economía brasileña.

Con relación a Rusia, en cambio, la política del FMI ha sido mucho menos generosa, pero ello se explica por la ausencia de un programa estable y creíble, como hemos indicado anteriormente.

En algunos momentos se ha propuesto insistentemente un control de los

movimientos internacionales de capital, así como el establecimiento de un impuesto sobre los de carácter especulativo (8). También se ha sugerido que el control de los flujos de inversión fuese realizado por la Organización Mundial de Comercio (OMC). Aunque ninguna de estas propuestas ha llegado a aprobarse, es evidente que casi todos los países han llegado al convencimiento de que los movimientos especulativos de capital deben ser frenados de alguna forma, o al menos vigilados, por ejemplo, por el llamado Grupo de los siete (G-7).

Precisamente en las reuniones del G-7 y del FMI celebradas a finales de 1998 se intentó dar un nuevo carácter a éste último, para transformarlo en el germen de un gobierno económico mundial. Esta idea fue rechazada, haciendo fracasar unas reuniones en las que se habían depositado grandes esperanzas. Lo único concreto que se consiguió fue el apoyo del G-7 a los créditos de emergencia del FMI. Se podría afirmar que la política de los países desarrollados se ha limitado a evitar que sus economías se contagiasen de la crisis, sin que se hayan llegado a comprometer con medidas que pudiesen ayudar a solucionar la situación de los países con dificultades.

También se han hecho algunas propuestas en relación a los mercados de cambios. Por ejemplo, se ha defendido la idea de volver a un sistema monetario internacional equivalente al de Bretton Woods, que se inició en los años de la posguerra. Sin embargo, los cambios de la economía mundial y la debilidad del dólar han llevado a la conclusión de que hoy sería inviable un sistema como ése.

Los efectos sobre la economía real

Mientras que se alcanza o no un acuerdo en el panorama político, la caída de los mercados reduce el ritmo de crecimiento económico mundial, así como el de los beneficios empresariales. Nada tiene de extraño, entonces, que el consumo privado tienda a desacelerarse. En resumen, las pérdidas que sufren las familias en sus ahorros con las caídas de las bolsas terminan traducándose en un descenso del consumo, que afecta negativamente a la demanda interna y

(8) James Tobin, Premio Nobel de Economía de 1981, fue el primero en plantear en 1978 un impuesto internacional uniforme que gravase las transacciones al contado de divisas.

al crecimiento de la economía. Esta situación es la que se conoce como «efecto riqueza».

Dicho con otras palabras, la actual crisis financiera es de tal magnitud que ya ha empezado a tener consecuencias sobre la economía real, con distinto grado de intensidad según los países. Con carácter general, puede decirse que la destrucción de la riqueza financiera se une a la contracción del comercio internacional. A esto hay que añadir los efectos que en países concretos (hagamos referencia de nuevo al caso de Brasil) pueden provocar las medidas adoptadas, tales como una subida de los tipos de interés (para estabilizar el tipo de cambio y frenar la salida de capitales), una política fiscal de carácter restrictivo, o una variación en la asignación presupuestaria.

Pero no basta con aceptar que va a disminuir el crecimiento mundial en 1999, ni con calcular la cuantía de esa disminución. Hay que preguntarse cómo se va a distribuir geográficamente este menor ritmo de crecimiento. Esto obliga a examinar sus repercusiones por zonas geográficas.

Por ejemplo, el impacto de la actual crisis en la Unión Europea ha sido limitado. Como aspectos negativos cabe citar el efecto riqueza y el deterioro de la balanza comercial (como consecuencia de una disminución de las importaciones y de una pérdida de competitividad exterior por motivos cambiarios). No obstante, hay que considerar repercusiones de otra índole como el control de la inflación facilitado por la caída del precio del petróleo y de las materias primas.

En otras zonas geográficas el impacto es más claramente negativo. El África Sub-Sahariana, por ejemplo, se ha visto especialmente afectada por ser ésta una región exportadora neta de productos derivados del petróleo, al igual que los países de la antigua Unión Soviética, donde a la gran dependencia de sus exportaciones respecto al petróleo y a las materias primas, se une su considerable endeudamiento en los mercados internacionales de capitales. Por último, en América Latina, donde más del diez por ciento de las exportaciones van destinadas a Asia, se está produciendo una salida masiva de capitales que intenta frenarse a corto plazo mediante fuertes subidas de los tipos de interés.

No obstante, los países de Asia y América Latina ofrecen reacciones diferentes a la actual crisis debido a sus diferentes estructuras productivas: así, mientras que en Latinoamérica el sector productivo es muy intensivo en recursos natura-

les, en el Este de Asia el sector manufacturero lo es en capital humano.

Por último, y mirando ya al futuro, la gravedad de la crisis en los países emergentes invita a pensar que el motor del crecimiento de la economía mundial tendrán que ser Estados Unidos y la Europa del euro. Pero cabe preguntarse si estos países están dispuestos a asumir tal cometido.

¿Es posible identificar las causas de esta crisis?

Algunas conclusiones de los síntomas apuntados

Todos los datos hasta aquí aportados conducen a dos conclusiones. En primer lugar, que la crisis tiene dimensiones globales: aunque el factor desencadenante fue de carácter local, por sus repercusiones a través de los mercados ha terminado adquiriendo alcance mundial. Porque es a través de estos mercados (y gracias a su creciente globalización) como se produce con mayor intensidad el denominado «efecto contagio». Pero hay una segunda conclusión, más grave por sus consecuencias: este contagio no sólo afecta a los mercados financieros de todos los países, sino que termina dejando sentir también sus efectos sobre la economía real.

Por consiguiente, la crisis financiera reciente no puede ser contemplada de forma aislada, sino que ha de verse en el escenario de la globalización: no sólo ha afectado a todos los mercados financieros del mundo; se ha propagado a todos los mercados, incluidos los de bienes y servicios, que son los que más directamente sirven a la satisfacción de las necesidades de los pueblos. Este escenario global, que funciona casi sin limitaciones, ni normas, ni árbitros adecuados, seguirá produciendo con toda probabilidad sucesivas y contagiosas crisis, que suscitarán una fuerte incertidumbre en todos los agentes económicos.

De los síntomas a las causas

Decíamos al comienzo que es más fácil enumerar los síntomas que identificar las causas de la crisis. Ahora bien, una vez hecho lo primero, no quisiéramos eludir la cuestión de las causas más profundas de esta situación.

En este sentido, creemos digna de mención la hipótesis según la cual la

crisis tiene su origen en la inestabilidad cambiaria originada por movimientos especulativos de capitales que generaron un exceso de oferta para un nivel determinado de demanda solvente a nivel mundial. Si se admite esta explicación, cabe augurar –y es la postura de muchos economistas– un progresivo ajuste de la producción al nivel de la demanda potencial. Desde un punto de vista microeconómico, este ajuste podría realizarse a través de una progresiva disminución de los precios, que ejerciera un doble efecto: de expansión de la demanda, por un lado; de contracción de la oferta, por otro. Junto a esta caída de la rentabilidad de la actividad productiva, las empresas de las zonas más afectadas habrían de enfrentarse además con la dificultad adicional de la restricción del crédito por parte de sus respectivos sistemas financieros, en los que Japón (con un sistema bancario bastante dañado) ha ejercido el papel de principal prestamista mundial. Ello supone que nos aproximamos a un periodo previsiblemente deflacionista, a lo largo del cual se alcanzaría un nuevo equilibrio entre las cantidades producidas y los precios de intercambio, pero al precio de un ambiente recesivo con inevitables ajustes de las líneas de producción y en consecuencia de las plantillas. Queda sólo por determinar cuál sería el distinto grado de ajuste al que se verían sometidas las zonas afectadas, y cuáles serían las consecuencias de las medidas (proteccionistas o no) a aplicar por los distintos gobiernos y organismos supranacionales.

En todo caso este ajuste se podría suavizar mediante un aumento de la demanda solvente. Y ello exigiría un mayor aumento de la renta, sobre todo en los países más desfavorecidos socialmente. Se lograría así un nuevo equilibrio entre los factores capital y trabajo, pero a condición de aumentar las rentas de las clases más bajas, potenciando así el trabajo como factor clave para el desarrollo económico, tras una década en que los esfuerzos empresariales se han concentrado en las ganancias de productividad vía desarrollo tecnológico.

Crecimiento sin equidad

La liberalización y globalización de los mercados, tan beneficiosa para los intereses de los inversores y de los especuladores, ha producido un crecimiento económico significativo, en la línea anteriormente indicada, sobre todo en determinados países o regiones. Sin embargo, este crecimiento de carácter

competitivo no ha servido para garantizar una buena distribución de la renta generada y, por consiguiente, ha terminado bloqueando las mismas posibilidades de mantenerse en el tiempo. Ha habido, en una palabra, crecimiento sin equidad, lo que ha terminado haciendo insostenible esta tendencia.

Ahora bien, la equidad es la base de la cohesión social. Y la experiencia muestra que no se puede pensar en un verdadero desarrollo económico si no va acompañado de un auténtico progreso social. El último ejemplo en este sentido viene precisamente de las economías del sudeste asiático: en ellas se ha crecido mucho, demasiado incluso, en términos macroeconómicos, pero no en términos microeconómicos. En cambio, las sociedades maduras se caracterizan por traducir el crecimiento económico en progreso social gracias a su capacidad de desarrollar armónicamente lo económico, lo político y lo social. No es evidente que las sociedades hoy avanzadas hayan alcanzado el grado de madurez deseable en esta línea; pero al menos no han llegado a los desajustes que hemos visto en las sociedades protagonistas de la reciente crisis financiera. En estos casos la sociedad no se ha organizado ni ha creado estructuras políticas al ritmo del crecimiento económico. El resultado ha sido un modelo desarticulado y, a la postre, inviable, donde la corrupción generalizada y el deficiente control han terminado por desencadenar una profunda crisis de confianza tanto interna como externa.

Un caso concreto de la falta de desarrollo armónico que se ha dado en estos países lo tenemos en sus sistemas financieros. Porque en la actual dinámica de liberalización y globalización de los mercados –que parece un objetivo incuestionable que se ha impuesto nuestro actual sistema económico a nivel mundial– hay que tener sumo cuidado con el ritmo al que se liberalizan los movimientos de capitales en los países emergentes. Si tal liberalización se lleva muy lejos antes de que estas economías cuenten con un sistema financiero adecuadamente supervisado y transparente, así como con una cierta estabilidad social, las distorsiones no tardarán en llegar; y además afectarán, no sólo a los países implicados, sino a todas las economías del mundo.

Dos lecciones de toda la historia

Esta reflexión en torno a los acontecimientos que se han sucedido a lo largo de la presente crisis nos lleva a otras dos conclusiones.

La primera es que la economía financiera ha de recuperar su función de estar al servicio de la economía real. Aquélla tiene que perder gran parte del protagonismo que hoy ha alcanzado como consecuencia de un postulado que se ha hecho incuestionable: que la actividad económica debe guiarse por la obtención de un beneficio rápido, independientemente de la repercusión que ello tenga sobre la producción de bienes y servicios y sobre la satisfacción de las necesidades de la sociedad. La consecuencia de ello es que la economía financiera es la que marca las pautas de toda la actividad económica, lo que se traduce en serios obstáculos y distorsiones irremediables para la economía real.

Una segunda conclusión se refiere a las limitaciones del mercado para garantizar un desarrollo equilibrado de la actividad económica. No basta el mercado. Éste precisa de una instancia reguladora que armonice los intereses particulares de los grandes agentes económicos con los intereses generales de la sociedad.

A escala de las economías nacionales, la necesidad de contar con un cierto grado de intervencionismo sobre el mercado es una cuestión donde existe ya un consenso suficiente. Expresión de ello es la consolidación de los sistemas mixtos de organización socioeconómica. Es cierto que las crisis recientes han cuestionado de raíz la bondad de este modelo; pero no es menos cierto que las turbulencias de los últimos meses suministran nuevos argumentos en contra de una excesiva libertad de mercado.

A escala mundial, la cuestión del control del mercado es mucho más problemática y delicada. La primera dificultad es que no existe una instancia con una capacidad reguladora equivalente a la que tiene cada gobierno dentro de su territorio. Hasta ahora un cierto control se había ejercido desde cada gobierno, en la medida en que éste regulaba el grado de apertura de su propia economía. En el marco de la globalización actual, tantas veces mencionada, las posibilidades de ejercer este control son cada vez más reducidas. Pero la liberalización creciente a nivel mundial muestra con toda evidencia las deficiencias del sistema de mercado, tanto más claramente cuanto mayores son las diferencias de las partes que intervienen. Por eso una instancia reguladora se hace cada vez más imprescindible. Pero, ¿cómo concebirla y hacerla funcionar?

Algunas vías para avanzar

Ante todo, parece conveniente formular algunas previsiones sobre el futuro. Nos atreveremos a ello, aun con el riesgo que conlleva hacerlo en una situación tan compleja, sometida a variaciones rápidas y a decisiones no siempre coordinadas.

En términos generales, creemos dudoso que se vayan a producir un descenso general de la actividad económica. Una deflación y una depresión que afectase a los países desarrollados no es previsible. Sin embargo, es probable que el crecimiento de la Unión Europea y de los Estados Unidos sea inferior al que se preveía a finales de 1998. Más negativos serán los efectos que se produzcan –se están ya produciendo– en algunos de los países en vías de desarrollo, los cuales necesitarán la ayuda de los países más ricos para poder salir de la situación depresiva en la que probablemente se verán inmersos.

Respecto a nuestro país, resulta inevitable que se produzca una reducción del ritmo de crecimiento económico. El desplome registrado en los precios bursátiles desde mediados del verano ha hecho que particulares y empresas hayan visto menguar su ahorro, lo que podría repercutir tanto en el consumo de los particulares como en la inversión empresarial, debilitándose así el impulso manifestado en los últimos meses por la demanda interna. No obstante, recientemente se ha podido observar una cierta recuperación de los mercados bursátiles aunque, eso sí, acompañada de una mayor dosis de volatilidad. Por esta razón no es probable un crecimiento de la economía española como el inicialmente previsto para 1999, a menos que las medidas fiscales adoptadas surtan el efecto expansivo deseado.

Estas previsiones sobre la economía mundial y sobre la española están condicionadas a que los gobiernos acierten en sus políticas para avanzar en medio de tantas incertidumbres. Pero podrían quedar totalmente invalidadas si estallara una crisis sistémica de carácter financiero: ahora bien, aunque tal hipótesis no se puede excluir, no nos parece el escenario más probable.

Sólo la amenaza de que eso pudiera llegar a ocurrir es suficiente para plantear nuevamente la urgencia de ejercer cierto control sobre los mercados financieros. Las consideraciones que hacíamos hace un momento sobre la regulación de los mercados mundiales deben concretarse ahora al caso particular de los mercados financieros. De entrada, cabe constatar que se va abrien-

do camino la idea de que alguna regulación hay que imponerles. Es quizás la consecuencia más positiva de esta crisis, si es que se puede hablar de algo positivo en el balance de los acontecimientos reseñados. Este consenso que se va generalizando es tanto más digno de ser subrayado cuanto que hasta hace poco (hasta hace un año o menos) se nos proponía la máxima libertad en que se movían esos mercados financieros como el paradigma a imitar por todos los mercados. ¿No es digno de ser subrayado un giro tan significativo?

Pero este nuevo consenso exige concreciones prácticas: ¿quién regula y cómo? Es obligado pensar en primer lugar en los organismos internacionales, y más concretamente en el FMI. Pero sus intervenciones de estos últimos años han mermado considerablemente su autoridad. En particular muchos países del tercer mundo, que han pagado los platos rotos de sus recomendaciones, dudan mucho de la credibilidad de tal institución. Ahora bien, en este nivel planetario, donde no existe poder con legitimidad política para imponer unas reglas del juego, sólo cabe una solución por la vía del acuerdo y la cooperación. Mucho tendría que cambiar el FMI y muchas pruebas tendría que dar de neutralidad para que un buen número de países volvieran a confiar en él. Este reto queda en pie, y es ineludible reorientar las cosas para darle respuesta adecuada.

Pero recuperar esa confianza no es tarea de poco tiempo. Por eso hay que arbitrar con urgencia otros mecanismos de control sobre los mercados financieros. La vía que algunos apuntan de que sea el grupo G-7 el que tome la iniciativa tiene sus inconvenientes, también en este caso en términos de credibilidad. Al llegar aquí no es posible eludir un doble pregunta: ¿tienen capacidad estos siete gobiernos para establecer acuerdos de cooperación que conduzcan a un saneamiento de los mercados financieros? ¿y tienen voluntad política para hacerlo? Desgraciadamente sólo lo harán si se convencen de que, al final, todos saldremos beneficiados. Y los datos disponibles parecen suficientes para concluir que la crisis no sólo afecta a este o aquel país, sino que, gracias a la globalización (que tanto se estimuló...) los problemas de unos terminan siendo problemas de todos (9).

(9) Los lectores que lo deseen pueden hacernos llegar sus comentarios, sea por sistema postal ordinario, sea por correo electrónico a: amorales@etea.com