Nueva historia de

LAS GRANDES CRISIS FINANCIERAS

Una perspectiva global, 1873-2008

CARLOS MARICHAL



Copyrighted Materials

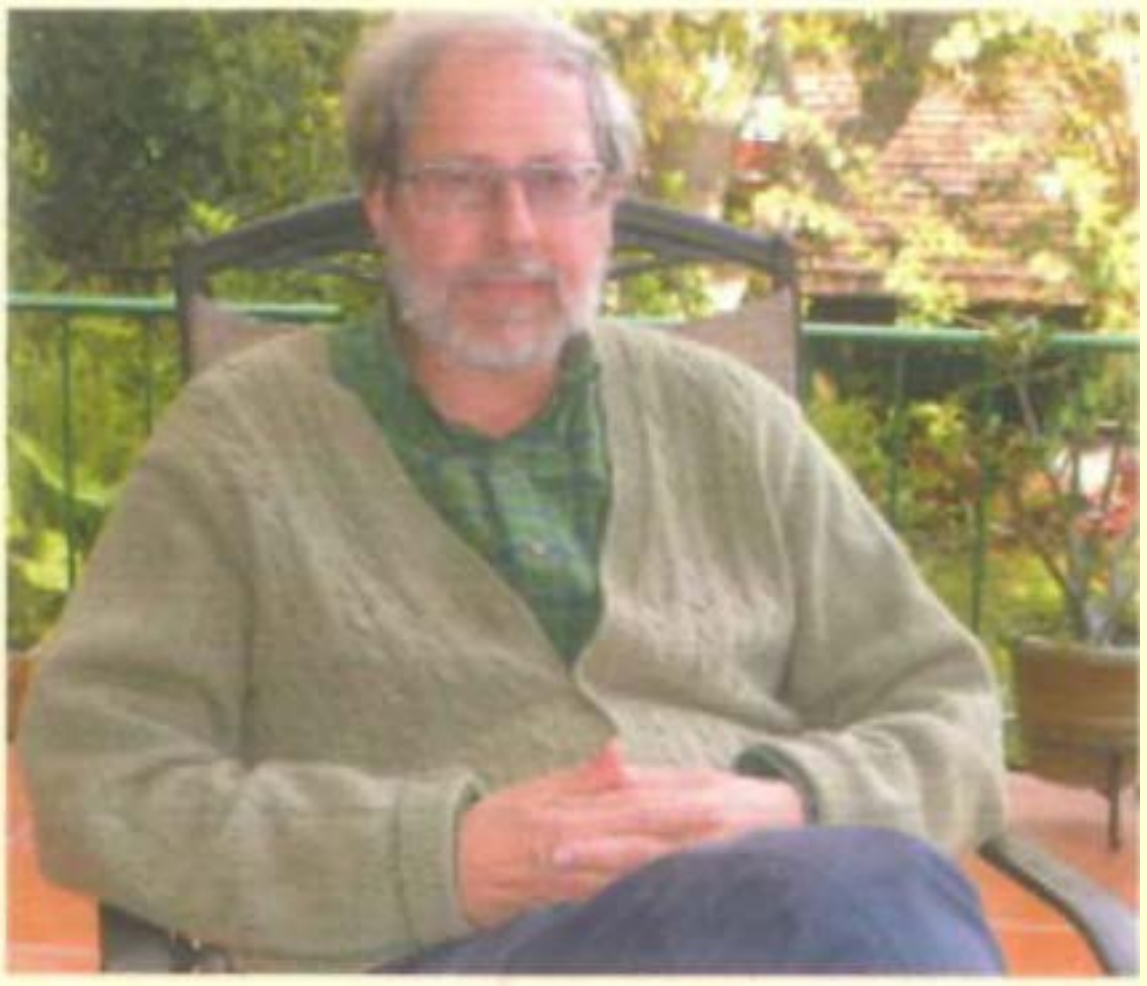


Foto: © Soledad González

CARLOS MARICHAL

Es historiador especializado en economía. Doctor por la Universidad de Harvard, ha sido becario Guggenheim y profesor visitante en las universidades de Stanford, Carlos III, Complutense de Madrid, Autónoma de Barcelona y la École des Hautes Études en Sciences Sociales de París. Fundador y presidente de la Asociación Mexicana de Historia Económica, desde 1989 es profesor investigador del Centro de Estudios Históricos del Colegio de México.

Es autor de varios libros de historia, tanto de México como de América Latina, así como de cientos de artículos académicos. Entre ellos se destaca *Historia de la deuda externa de América Latina*, publicada originariamente en inglés por Princeton University Press y obra de referencia para la mayoría de expertos en historia financiera internacional. Además, su libro *Bankruptcy of Empire, Mexican Silver and the Wars between Spain, Britain and France, 1760-1810*, ha obtenido reconocimiento a ambos lados del Atlántico con los premios de la Economic History Association de los Estados Unidos y de la Asociación Española de Historia Económica.

También es editor y miembro del consejo editorial de ocho revistas internacionales.

www.historiadelascrisis.com

Adaptación del diseño de tapa: Random House Mondadori
Imagen de tapa: Alan saltando desde el 515 de Madison Avenue. Nueva York, 1999. © Rodney Smith

Nueva historia de las grandes crisis financieras

Nueva historia de las grandes crisis financieras

Una perspectiva global, 1873-2008

CARLOS MARICHAL

DEBATE

Marichal Salinas, Carlos
Nueva historia de las grandes crisis financieras -
1ª ed. - Buenos Aires : Debate, 2010.
424 p. ; 23x15 cm. - (Debate)

ISBN 978-987-1117-85-7

1. Ensayo Mexicano. I. Título
CDD M864

Todos los derechos reservados.
Esta publicación no puede ser reproducida, ni en todo ni en parte,
ni registrada en, o transmitida por, un sistema de recuperación
de información, en ninguna forma ni por ningún medio, sea mecánico,
fotoquímico, electrónico, magnético, electroóptico, por fotocopia
o cualquier otro, sin permiso previo por escrito de la editorial.

IMPRESO EN LA ARGENTINA

Queda hecho el depósito
que previene la ley 11.723.
© 2010, Editorial Sudamericana S.A.®
Humberto I 555, Buenos Aires.

© Carlos Marichal Salinas, 2009
Mercedes Casanovas Agencia Literaria, S.L. - Iradier 24, 08017, Barcelona

www.rhm.com.ar

ISBN 978-987-1117-85-7
Digitalizado por: Biblioteca Sapiens Historicus
Publicado por Editorial Sudamericana S.A.® bajo el sello Debate

Esta edición de 3.000 ejemplares se terminó de imprimir en Printing Books S.A.,
Mario Bravo 835, Avellaneda, Buenos Aires, en el mes de mayo de 2010.

Para Soledad, quien me ha salvado de tantas crisis

Indice

Introducción 11

1. La primera globalización: Las crisis financieras en la época clásica del capitalismo liberal, 1873-1914 37
2. El colapso financiero de 1929: ¿Por qué hubo una Gran Depresión en los años 30? 85
3. Las finanzas mundiales en la era de Bretton Woods, 1944-1971: ¿Por qué hubo tan pocas crisis? 137
4. Orígenes de la globalización contemporánea, 1973-1990: ¿Por qué hubo auge y crisis de la deuda externa en los países en desarrollo? 179
5. La globalización financiera a fines del milenio, 1990-2006: ¿Por qué se multiplicaron las crisis? 225
6. La crisis financiera y económica de 2008-2009 273

Epílogo: La gran recesión y las reformas de la arquitectura financiera internacional 323
Apéndice 381
Bibliografía 395

Agradecimientos 409
Indice detallado 413
Indice de Gráficos, Diagramas y Cuadros 417

Introducción

Entre el 15 de septiembre y fines de octubre de 2008, las bolsas y los sistemas bancarios e hipotecarios de Estados Unidos y de gran parte del resto del mundo sufrieron el efecto de un verdadero *tsunami financiero.* Colapsaron con extraordinaria rapidez varios de los bancos de inversión más connotados de Nueva York, el mayor mercado de capitales del planeta, y estuvieron a punto de quebrar algunos de los principales bancos comerciales en Londres, el mayor mercado financiero de Europa. Siguió una cadena de pánicos bancarios y bursátiles que se extendió a escala mundial y que ha sido señalada como la peor crisis financiera en ochenta años.

No pasa un día sin que se formulen nuevas preguntas en todo el mundo. ¿Cuáles fueron las causas de esta gran crisis y profunda recesión? ¿Por qué los banqueros no anticiparon los peligros y por qué no tomaron medidas para desinflar las inmensas burbujas financieras antes de su estallido? ¿Son suficientes y adecuadas las medidas de rescate adoptadas por los gobiernos y bancos centrales en el planeta para asegurar una recuperación económica duradera?

Los historiadores y economistas han dedicado importantes esfuerzos en los últimos dos decenios a analizar algunas de las grandes crisis financieras del pasado y proponer explicaciones de sus tra-

yectorias. Pero desde los años noventa los expertos habían fijado más atención en las crisis financieras en los países en desarrollo —especialmente en Latinoamérica y Asia— que en las naciones más ricas, con los mercados financieros más profundos. Existía una especie de consenso de que no podían quebrar bancos de Nueva York y Londres, los dos centros financieros mayores y más globalizados. Y no había una conciencia suficientemente clara de las tendencias más peligrosas y más insidiosas que había generado la globalización en el propio corazón de los sistemas financieros más avanzados.

El gigantesco descalabro que estalló en el otoño de 2008 no sólo era inesperado sino que parecía inexplicable: ¿cómo pudo una crisis hipotecaria desatar un colapso financiero de escala sísmica? Esta misma pregunta fue la que inmediatamente se hicieron centenares de destacados economistas en Estados Unidos y alrededor del mundo. Uno de los prominentes analistas de las crisis —pasadas y contemporáneas—, el profesor Bradford De Long, de la Universidad de California en Berkeley, exclamó de manera cándida: "¡*Esta* no era la crisis financiera que estábamos esperando!". En pocas palabras, los académicos no habían comprendido la dimensión de la crisis hipotecaria, ni vislumbraban que el sistema de financiamiento de las viviendas, especialmente las hipotecas negociadas con sectores humildes en el país más rico del mundo, podía ser la mecha de una explosión financiera fenomenal. Que una serie de problemas sumergidos del mundo inmobiliario estadounidense pudieran emerger como una especie de dragón implacable con capacidad para devorar los bancos de inversión más reputados y poderosos de Wall Street parecía un cuento fantástico y terrorífico.

Mucho más grave era el hecho de que tampoco lo previnieron, con suficiente antelación, las personas responsables de supervisar la evolución de la banca y las finanzas, en particular los directivos del

Federal Reserve Bank de Estados Unidos y del Fondo Monetario Internacional. Pero, en la medida que avanzaba el caos financiero y se extendía mundialmente, las preguntas se multiplicaban. Y también la urgencia de actuar para apagar un fuego que amenazaba con arrasar el sistema bancario y bursátil de Estados Unidos y de varios países europeos, especialmente de Gran Bretaña.

Una de las facetas más singulares del colapso financiero contemporáneo del bienio 2008-2009 es que un buen número de los principales responsables de las finanzas en Estados Unidos y Europa y en muchos otros países han actuado con plena conciencia histórica de los peligros de una nueva Gran Depresión. En este sentido, la historia se ha convertido en un actor central en el presente. Es más, puede sugerirse que este hecho posiblemente haya contribuido a evitar el derrumbe total de los mercados financieros mundiales, lo cual era una auténtica posibilidad en septiembre de 2008. Los rescates puestos en marcha por los gobiernos son enormes. En el momento actual, los sistemas financieros están todavía en la unidad de cuidados intensivos, y el diagnóstico sigue siendo reservado. No obstante, las noticias de la economía mundial en 2009 indican que la recuperación económica está en marcha en un número considerable de países. Por consiguiente, para muchos analistas, la expresión más adecuada para describir nuestra época puede ser la de "Gran Recesión", ya que el desempleo a escala mundial probablemente se mantenga alto durante el año 2010 y posiblemente también en el año 2011. De todas formas, lo que debe quedar claro es que la crisis de 2008 y 2009 no es menor. Ha causado más bancarrotas y mayor desempleo que cualquier otra desde los años de 1930 a 1933. Además, los enormes volúmenes de deuda pública que acumulan los países más ricos para financiar los rescates bancarios no tienen precedentes históricos.

Con objeto de entender mejor la gran crisis contemporánea en términos comparativos, el presente libro ofrece una síntesis histórica de las grandes crisis financieras del pasado y de nuestra época. El enfoque que adoptamos consiste en situarlas en el contexto internacional, haciendo una distinción entre crisis menores y crisis financieras mayores, las cuales tienen un impacto global. Cuando éstas se producen, el resultado es un verdadero colapso de los mercados bancarios, bursátiles y financieros —de manera conjunta— en un alto número de países a la vez. Sin duda, tanto la Gran Depresión de los años 30 como la crisis de 2008-2009 entran en esta categoría, pero también pueden identificarse otros episodios que tuvieron un grave impacto en las finanzas globales.

En el esfuerzo por clasificar y diagnosticar las características de las crisis, resulta pertinente citar el reciente trabajo de los economistas matemáticos y teóricos Robert Barro y José F. Ursúa, que ha circulado desde marzo de 2008 y se titula *Stock Market Crashes and Depressions*. Estos investigadores han reunido información sobre 25 países y un total de 195 pánicos bursátiles y 84 depresiones a lo largo de poco más de un siglo, pero hacen énfasis en la necesidad de identificar aquellos momentos cuando se dio el mayor número de pánicos en un corto periodo y, por ende, los colapsos económicos más graves. Afirman:

> Las principales *crisis económicas mundiales* en orden de importancia son la Segunda Guerra Mundial, la Primera Guerra Mundial, la Gran Depresión, las crisis de principios de los años de 1920, y una serie de eventos de la posguerra como las crisis de las deudas de Latinoamérica en los años de 1980 y las crisis financieras asiáticas (de 1997 y 1998).[1]

Evidentemente, las grandes guerras tienen características propias en tanto los mercados dejan de funcionar con libertad y son controlados por los gobiernos y/o muy dañados por los conflictos. No son, por lo tanto, enteramente comparables a crisis económicas como la Gran Depresión o el colapso de 2008-2009, pero no hay duda de que también constituyen mojones fundamentales en la historia de los regímenes monetarios y financieros del mundo en el último siglo y medio.

Es bien sabido que a lo largo del capitalismo moderno se han producido gran número de crisis bancarias y bursátiles en diferentes países, por lo general con una duración relativamente corta y sin convertirse en descalabros globales. La historia comparada nos habla de paralelos notables en las causas y consecuencias del estallido de las crisis: éstas suelen incluir una sucesión de burbujas y pánicos bursátiles o bancarios, la quiebra de empresas, la ruina de muchos inversores como resultado de su credulidad y/o avaricia pero también por las acciones de grandes especuladores y estafadores. El auge y el derrumbe también suelen verse afectados por el papel irresponsable de las agencias calificadoras, por los efectos de la prensa, por los rumores y el contagio, todo lo cual alienta la transmisión del pánico.[2]

Estas facetas de los mercados financieros pueden ser muy perjudiciales pero no necesariamente provocan un colapso económico a escala nacional o internacional. En cambio, las crisis mayores son terremotos financieros que requieren su propia escala de Richter para medirse: puede sugerirse que se colocan en el más alto nivel de peligrosidad y tienen un enorme potencial destructivo. Su desenlace depende de la capacidad de las elites financieras y políticas en los países más afectados para responder de manera rápida, enérgica y coordinada, así como de la confianza que el público deposita en tales

respuestas. Es más, hoy en día queda muy claro —en medio de una crisis mayor— que los mercados *no se autorregulan*, como se venía pregonando en los últimos decenios. Cuando los sistemas bancarios y financieros colapsan en los centros neurálgicos del capitalismo, sólo pueden ser salvados por los gobiernos. Pero el rescate del sistema financiero y económico es de enorme complejidad, al igual que las nuevas propuestas e inevitables regulaciones para impedir un nuevo descalabro del sistema financiero mundial. Pues, en efecto, cada una de las crisis mayores suele marcar el fin de una época o el inicio de otra en lo que se refiere a los sistemas monetarios y financieros; es decir, una crisis mayor provoca un cambio fundamental en el diseño político de la arquitectura financiera internacional.

El hecho de que las grandes crisis suelen convertirse en bisagras entre una época y otra, sugiere que para entenderlas en toda su amplitud y en sus múltiples consecuencias es necesario ir más allá de un enfoque estrictamente económico. Estos eventos son tan complejos que su comprensión exige una atención especial a sus causas económicas pero *también* requiere mirarlos a través de los lentes de la política, de las relaciones internacionales y de la historia. De hecho, puede argumentarse que una crisis constituye un momento clave porque es cuando la economía se vuelve objeto de atención por parte de la opinión pública debido a sus múltiples y severos impactos sobre la sociedad. Es más, el colapso contemporáneo de los mercados financieros a escala global ha despertado innumerables preguntas acerca de porqué la inmensa mayoría de los economistas y banqueros fracasaron en prever la catástrofe. Esta situación no debe volver a repetirse en el futuro, dados los enormes costos humanos que implica. No es justo pensar que el sufrimiento y los desequilibrios planetarios que producen las grandes crisis son inevitables. Se requiere un mejor análisis y una mayor capacidad de previsión.

Por otra parte, no hay que presuponer que la interpretación de los grandes problemas financieros debe ser impenetrable o incomprensible para el ciudadano de a pie, quien suele sufrir, muy directamente, los efectos de las crisis. En este sentido es conveniente que se abra el debate sobre sus causas y consecuencias utilizando un lenguaje llano y claro que permita entender cómo se entrelazan las finanzas, la política y las relaciones internacionales en coyunturas claves. El presente libro tiene ese objetivo y, al mismo tiempo, el de sugerir la importancia de las grandes preguntas que plantea la literatura económica sobre las crisis financieras y su pertinencia para entender mejor la coyuntura contemporánea.

A lo largo del último siglo y medio, los economistas y los historiadores económicos se han planteado una y otra vez una serie de interrogantes fundamentales que siguen siendo motivo de investigación y debate porque tocan el corazón del funcionamiento del sistema capitalista, y en particular la esfera de las finanzas. Una de las preguntas clásicas consiste en saber si las crisis son cíclicas. Esta era una preocupación muy extendida antes de la Segunda Guerra Mundial, pero posteriormente perdió interés para la mayoría de los economistas hasta fines del siglo XX. Actualmente, vuelve a plantearse de una nueva forma. Vinculado a lo anterior, los economistas e historiadores económicos se han preguntado si las crisis financieras son similares o si cada una es distinta y singular. Sobre este tema volveremos una y otra vez a lo largo de esta obra. ¿Cuáles son los principales factores considerados responsables de desatar una crisis financiera? Este es un interrogante enorme, y como veremos más adelante, diversos autores y escuelas teóricas ofrecen interpretaciones divergentes. Otro conjunto de investigaciones analizan el fenómeno del contagio o transmisión de las crisis. ¿Cómo se transmite el pánico

financiero? ¿Cuál es la naturaleza del pánico bancario y qué relación tiene, por ejemplo, con un desplome bursátil? Finalmente, cómo se resuelven los colapsos financieros y económicos. ¿Cuánto duran las recesiones o las más profundas depresiones? Y ¿cuál es el papel de los gobiernos y de los bancos centrales, y de aquella figura conocida como el prestamista de última instancia, en reducir el impacto de un descalabro financiero?

Todas estas preguntas han sido ampliamente debatidas en la literatura económica actual y de antaño. Las formas de analizarlas se vuelven cada más sofisticadas y complejas pero suelen ganar en profundidad si se pueden situar en un contexto histórico de largo plazo. En los distintos capítulos de este libro ofrecemos un primer acercamiento a algunos de estos debates y la forma en que se han ido incorporando a la reflexión histórica. Pues, no cabe duda de que la historia ofrece una de las formas más integrales para ampliar nuestro entendimiento de fenómenos tan complejos como las grandes crisis financieras y el modo en que han cambiado y están cambiando el mundo.

En el presente volumen estudiamos seis épocas consecutivas pero diferentes de la historia financiera y económica del último siglo y medio sobre la base de una amplia literatura de economistas e historiadores. Comenzamos con una revisión de las crisis financieras en la época de una temprana globalización económica, que se sitúa entre la debacle de 1873 y el estallido de la Primera Guerra Mundial en 1914. Pasamos después al análisis del periodo de entreguerras y el debate sobre las causas de la Gran Depresión de los años 30, haciendo referencia a la amplia polémica que sostienen los expertos sobre el tema y que continúa hasta nuestros días. En el capítulo tercero exploramos la discusión sobre un gran interrogante: ¿por qué no hubo crisis financieras importantes en los treinta

años que siguieron a la Segunda Guerra Mundial? Es evidente que las posibles respuestas a esta pregunta no carecen de interés para el momento actual. A continuación, pasamos a considerar las paradojas del despegue de la nueva fase de globalización financiera y económica que puede fecharse en los dos decenios que van desde 1971, cuando se produjo el fin del sistema Bretton Woods hasta 1989, año de la caída del muro de Berlín. En el capítulo cinco analizamos el periodo de 1990 hasta 2006, años de globalización aún más intensa y peligrosa que la anterior, que se reflejó en la multiplicación de las crisis financieras en muchas naciones del mundo. Finalmente, en los dos últimos apartados se estudia el sorprendente colapso global de los años 2008-2009, haciendo hincapié tanto en sus causas como en las posibles consecuencias para el futuro relativamente próximo.

Nuestro relato se inicia en el primer capítulo con una síntesis de los eventos claves en la evolución económica y financiera del periodo de auge del capitalismo liberal a escala mundial (1870-1914), periodo muy similar, en muchos aspectos, al de nuestro tiempo. Resumimos algunas de las principales interpretaciones sobre la amplitud y las consecuencias de la crisis de 1873, que fue sin duda el mayor colapso financiero de su época, aunque se sigue debatiendo si provocó una depresión económica mundial. La evidencia histórica sugiere que la severidad de los pánicos bancarios y bursátiles de la época no impidió una recuperación bastante rápida. La expansión del comercio mundial y de los flujos internacionales de capitales desde mediados del decenio de 1870 en adelante impulsó no sólo a las economías de los países del centro sino también a las de la periferia, contribuyendo a un temprano y poderoso proceso de globalización económica. Por otra parte, tuvo lugar en tiempos del surgimiento del patrón oro, que llegó a funcionar como eje del siste-

ma monetario internacional a lo largo de varios decenios. Bajo este régimen, se alcanzaron altas de crecimiento pese a un grado relativamente alto de volatilidad financiera. En este sentido, es necesario prestar atención a las características de una secuencia de burbujas y colapsos financieros, incluyendo la crisis de 1890 y los pánicos bancarios de 1893 y 1907, que reseñamos basándonos en nueva e importante literatura financiera.

Cerramos el primer capítulo con la crisis de 1914, directamente vinculada con el estallido de la Primera Guerra Mundial, la cual marcó el fin de más de treinta años de gran crecimiento económico mundial conocidos como la *belle époque*. Si bien no se considera a las guerras estrictamente como crisis financieras, en la práctica muchos conflictos internacionales tienen efectos devastadores y modifican profundamente el orden económico y financiero, nacional e internacional: en el caso de la Gran Guerra (1914-1918), un reciente libro de Niall Ferguson así lo demuestra, ya que reúne los resultados de una amplia reflexión sobre esta problemática.[3] En efecto, este enorme conflicto debilitó de manera importante al régimen del patrón oro en su fase más brillante a escala internacional, aunque no implicó su muerte definitiva, pues tuvo un breve renacer a mediados de los años 20.

Sin duda, la mayor crisis financiera del capitalismo moderno ocurrió a partir de 1929 y se convirtió en la Gran Depresión, aunque vale la pena subrayar que no todos los países del mundo sufrieron este colapso con igual intensidad. Este es el tema de nuestro segundo capítulo, pero debe resaltarse que hay un gran debate sobre la causalidad del derrumbe. Para muchos, aunque no para todos los autores que lo han estudiado, el desplome bursátil y los subsiguientes pánicos bancarios asfixiaron a las economías y desencadenaron la caída más pronunciada del comercio exterior

mundial que se conozca en la historia del capitalismo moderno. A su vez, provocaron una caída de la producción industrial y agrícola en numerosas naciones, con el resultado de que decenas de millones de personas perdieran sus empleos durante años. Estas circunstancias propiciaron un nacionalismo económico rampante y detonaron una carrera armamentista que habría de concluir de manera trágica. Los dirigentes políticos de nuestra época están viviendo en la sombra de aquel suceso que desembocó en la más devastadora guerra mundial de la historia de la humanidad.

De acuerdo con la visión tradicional, los orígenes de la Gran Depresión se derivan del "crac" de Wall Street, el 24 de octubre de 1929, y subsiguientes desequilibrios en los mercados financieros en Estados Unidos. Pero ¿por qué se transmitieron con tal rapidez a gran parte del mundo? Hoy se sigue debatiendo cuáles fueron las causas de este espectacular colapso bursátil y la multiplicidad de pánicos bancarios entre 1930 y 1933 con el consiguiente hundimiento de las economías reales, durante el periodo de la Gran Depresión. La vasta literatura económica e histórica sobre esta problemática refleja la amplitud de las discusiones y de su complejidad. Como ha señalado Ben Bernanke (actual gobernador del Federal Reserve Bank) en una obra titulada *Essays on the Great Depression* (2000), las causas domésticas se vinculaban con las internacionales. Nuestro resumen pone el acento en la interconexión entre la trayectoria descendiente de las economías y el rígido manejo del sistema monetario y bancario internacional a fines del decenio de 1920 y los primeros años de la década del 30. Aquí es ineludible la referencia a un gran experto en historia monetaria, Barry Eichengreen, quien a partir de su gran obra *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression* (1992) ha formulado la explicación más influyente de la relación entre la historia econó-

mica y la política internacional de la época: en especial hace énfasis en el desempeño desigual del patrón oro en diferentes países en los decenios de 1920 y 1930 y su relación con el derrumbe posterior y los procesos muy diversos de recuperación económica.

En suma, la crisis de 1929-1933 fue una combinación de pánicos bancarios y bursátiles, agudizados por crisis monetarias y deudas soberanas. La caída en el crédito provocó amplios y profundos efectos sobre aspectos concretos de la economía real: industria, agricultura, minería, construcción y comercio. El derrumbe económico fue especialmente desgarrador en Estados Unidos y Alemania, pero afectó a casi todos los países del mundo. Para entender las ramificaciones internacionales del colapso es fundamental remitirnos, entre otras obras, al estudio clásico de Charles Kindleberger sobre la Gran Depresión, que fue clave en impulsar el campo de la historia económica comparada.[4] En este sentido, es importante señalar que después de un fuerte impacto inicial en la economía mundial, se produjo una recuperación desde 1932 en varias regiones: así fue en el caso de Japón, la mayoría de los países del viejo imperio británico en Asia y África, y la mayor parte de los países latinoamericanos. Esto confirma un fenómeno común a todas las crisis, en tanto se observa que éstas afectan de manera diferenciada a las naciones y a las economías. De lo que no hay duda es de que la Gran Depresión provocó cambios radicales en la arquitectura financiera internacional que incluyeron, en primer lugar, el abandono del patrón oro y, después, el hundimiento más o menos veloz del orden financiero existente, para entrar en una etapa del más craso y agresivo nacionalismo económico, político y militar.

Los historiadores siguen discutiendo en qué medida la prolongada crisis financiera y económica de los años 30 fue el factor decisivo para crear las condiciones que favorecieron el estallido de la

Segunda Guerra Mundial (1939-1945). También debaten si la Gran Depresión terminó con la guerra o si su finalización debe fecharse antes. Es claro que el comercio internacional se recuperó desde 1933 en adelante, impulsado por un incremento en las tasas de inversión y de crecimiento económico en muchas naciones. Si bien es cierto que en muchas de las economías industriales el aumento del gasto público en los ejércitos es considerado un elemento clave en la salida de la crisis, ello no implicaba un regreso a la normalidad financiera. Esto no fue posible hasta el cese del conflicto mundial. No obstante, ya desde 1944 comenzó a ponerse en marcha un plan para el reordenamiento de la regulación y organización financiera global, conocido en la jerga de los economistas como el *sistema de Bretton Woods*. Este sistema consistió en la creación y adopción de una serie de reglas e instituciones multilaterales que sentaron las bases de una nueva arquitectura y dinámica financiera internacional, que —en buena medida— se mantuvo en pie al menos hasta 1971.

Durante la posguerra y a lo largo de un cuarto de siglo, hubo pocos pánicos bancarios, escasos desplomes bursátiles y ninguna crisis financiera sistémica. ¿Qué explica el éxito del sistema de Bretton Woods? Éste es un interrogante central de nuestro capítulo tercero. Más específicamente cabe preguntar: ¿por qué hubo tan pocas crisis financieras internacionales en la posguerra? Una respuesta respaldada por muchos investigadores es que se debió al fuerte y sostenido crecimiento económico que se experimentó a escala mundial desde fines de los años 40 hasta los 70. Otra respuesta complementaria es que la estabilidad monetaria y financiera estaba estrechamente vinculada al sistema de relaciones internacionales en la posguerra. Este enfoque es pertinente para esa época pero también para nuestros días. Nosotros argumentamos que la Guerra Fría tuvo efectos paradójicos. Pese a la constante puja

durante más de treinta años entre Estados Unidos y la Unión Soviética para lograr la hegemonía, en la práctica se mantuvo un equilibrio de poderes. Y por ello, tanto en el ámbito del socialismo real como en el del capitalismo, se sostuvo una relativa estabilidad monetaria y financiera. De hecho, no sería hasta después del abandono del sistema de Bretton Woods en 1971, bajo la administración de Nixon y durante la guerra de Vietnam, que se acentuaría la inestabilidad monetaria y financiera. Posteriormente, a lo largo de los decenios de 1970 y 1980, arrancó una nueva fase de globalización financiera, cada vez más desregulada, que por etapas ganó fuerza hasta concluir con el fenomenal estallido de 2008.

En el cuarto capítulo de este libro se analiza el auge del endeudamiento de los países latinoamericanos en la década de 1970 que precedió al colapso de las deudas soberanas en el decenio de 1980, lo cual amenazó con cimbrar el sistema bancario mundial. De hecho, el concepto moderno de *crisis de deuda* puede fecharse a partir de agosto de 1982, cuando el gobierno mexicano anunció a sus acreedores extranjeros que estaba al borde de la bancarrota. Las implicaciones de esta noticia resultaban tan ominosas que tanto los mayores bancos internacionales como el propio gobierno de Estados Unidos y el Fondo Monetario Internacional se vieron obligados a actuar rápidamente para evitar un pánico generalizado. Luego siguieron las suspensiones de pagos de casi todos los gobiernos latinoamericanos y una serie de prolongadas recesiones en los países de la región. A todas luces, esta serie de colapsos puede calificarse como un conjunto de *crisis de deudas soberanas* con impacto global, sobre todo porque durante algún tiempo amenazaron a los principales bancos de Estados Unidos, Japón y Europa. En este sentido, un interrogante importante es: ¿por qué los grandes desplomes de las deudas externas de los años de 1980 se dieron de manera casi simultánea?

En el quinto capítulo reseñamos las paradojas financieras de la década del 90. Cabe recordar que tras la mengua de la crisis de la deuda externa de los países en desarrollo a fines de los años 80, se produjo un aumento enorme de los flujos de capitales a escala global. Ello era resultado, en buena medida, de la creciente liberalización de los mercados financieros que, en el caso específico de Londres, se conoció como el "big bang". La globalización financiera, sin embargo, tuvo efectos contradictorios. Por una parte, generó una recuperación económica y un extraordinario auge de las bolsas en Estados Unidos y —en menor grado— en Europa desde aproximadamente 1994 hasta finales del decenio. En cambio, en este periodo diversos países latinoamericanos volvieron a experimentar graves problemas financieros, en particular México (la crisis financiera de 1995), Brasil (las crisis de 1997 y 2001) y la Argentina (2001-2002). Al mismo tiempo, entre 1997 y 1998 estallaron gravísimas crisis financieras en cinco países asiáticos —Tailandia, Indonesia, Malasia, Filipinas y Corea del Sur—, que provocaron el hundimiento de sus economías y requirieron la organización de enormes rescates del Fondo Monetario Internacional, entre otros organismos.

Para economistas como Paul Krugman, premio Nobel de 2008, tanto la prolongada crisis financiera en Japón durante los años 90 como los colapsos en los llamados "mercados emergentes" de Asia en 1997 anticipaban problemas globales más serios. Pero, curiosamente, los expertos financieros no prestaron una atención suficiente a los desequilibrios que se estaban generando junto con el impresionante auge de los dos mayores mercados financieros internacionales: Nueva York y Londres. La pregunta central es: ¿por qué no hubo mayor clarividencia con respecto a los peligros que presentaban las más importantes burbujas financieras de la historia del capitalismo moderno?

Esta problemática nos lleva, en el capítulo sexto, a una consideración de la enorme crisis, cada vez más globalizada, que arrancó en 2008 y que se ha profundizado en 2009. Todo el mundo se ha preguntado si el colapso contemporáneo es equivalente a los mayores descalabros del pasado. También se debate si podría ser un momento definitorio de cambios trascendentales en la economía mundial.[5] Sin duda, una de las razones por las que el derrumbe financiero contemporáneo ha sido tan desgarrador tiene que ver directamente con el colapso de los mercados de capitales y bancarios en Estados Unidos. Cuanto más grandes sean las economías y los mercados financieros donde comienza una crisis, mayor será su impacto.

También es importante considerar el grado de interrelación de los mercados financieros a escala internacional, factor que ayuda a explicar el fenómeno de contagio y transmisión y la posibilidad de que se genere una crisis sistémica. Es por eso que en este libro se plantea el estudio de las grandes crisis en el contexto de la historia global. Pero ¿cuál es la naturaleza del contrapunto entre lo nacional e internacional? Esta es una pregunta difícil de contestar pero esencial. En el caso de la crisis de 2008, por ejemplo, se argumenta que las causas inmediatas fueron domésticas porque se fincaban en el debilitamiento de los gigantescos mercados inmobiliarios de Estados Unidos, aunque no hay duda de que también se vinculaban con el fenómeno de la globalización contemporánea que se expresó en los enormes flujos de capitales que llegaron del exterior a alimentar los mercados crediticios y bursátiles en ese país.

Es temprano para tener seguridad sobre la naturaleza del desenlace de la actual crisis, aunque ya es evidente que su anatomía es bastante singular y contiene una combinación muy compleja de factores: en 2008 se entrelazaron una enorme crisis hipotecaria con pánicos bancarios, derrumbes bursátiles y una fuerte recesión mun-

dial que ha amenazado con convertirse en una depresión. En algunas naciones de la periferia se iluminaron ciertas señales de crisis cambiarias en potencia, pero hasta la fecha no se han producido ni crisis de deudas externas ni crisis bancarias significativas en estos países. Al contrario, tanto Asia como Medio Oriente y Latinoamérica han demostrado una considerable fortaleza. ¿Quiere decir esto que la periferia sufre menos que el centro el torbellino financiero actual? Sin duda, para los países en vías de desarrollo ésta es una pregunta clave que aún no tiene respuesta.

La trepidante situación actual ha obligado a replantear problemas y diagnósticos tradicionales sobre las causas del derrumbe financiero y, aun, sobre el futuro del capitalismo en años venideros. Nuestro texto ofrece una muestra del amplio espectro de estudios y fuentes de información sobre las mayores crisis del último siglo y medio. Pero, dada la complejidad de los temas analizados, nos parece fundamental proporcionar sugerencias de lecturas adicionales. Por ello, y como complemento, hemos incluido una bibliografía selecta al final del libro. También hemos elaborado una página web[6] que remite a buena parte de la literatura de referencia, así como tablas y gráficas estadísticas que pueden ser de interés para quienes desean ahondar en esta temática y efectuar sus propias exploraciones. Esto permite aligerar el texto y, a la vez, ofrecer material de apoyo esencial.

Pasado, presente y teoría

Antes de iniciar nuestro recorrido histórico, conviene hacer unas pocas preguntas sencillas pero fundamentales que nos remiten a la literatura económica y que pueden ayudar a la hora de interpretar

los grandes colapsos financieros analizados en las páginas que siguen. Para comenzar, conviene plantearse cómo se define una *crisis económica*, pregunta que tiene múltiples respuestas posibles. En principio, una explicación ortodoxa indica que se refiere a un severo ajuste en las tendencias de crecimiento de una economía, que puede ser de corta o mediana duración. Si se prolonga más de un año e implica una caída del Producto Interno Bruto (PIB) de varios puntos porcentuales, es frecuente que se clasifique como una *recesión*. Si se alarga aún más, con efectos realmente devastadores, puede considerarse que se ha convertido en una *depresión*.[7] A lo largo del último siglo, casi todos los países han sufrido múltiples crisis y algunas recesiones, pero las depresiones suelen ser infrecuentes. Cualquiera de estos desequilibrios suele tener una manifestación local, e incluso, en determinadas circunstancias, también puede tener réplicas en otros mercados y naciones hasta convertirse en un fenómeno internacional. Evitar una depresión global ha sido la meta principal de los dirigentes políticos y de los bancos centrales en el período que ha seguido al estallido de la crisis en septiembre de 2008.

En segundo lugar, conviene preguntar cómo se originan las crisis económicas y más precisamente por qué suele ser en los mercados financieros donde se observan los primeros síntomas de colapso. A todas luces, ello se debe fundamentalmente al rol crucial del sistema de crédito en cualquier economía moderna. Pero existen diferentes escuelas o tendencias económicas que ofrecen respuestas bastante diferentes sobre la dinámica de dichos mercados. Un amplio abanico de economistas argumenta que los mercados e inversores reflejan un alto grado de racionalidad, que está basada en la percepción de cambios en la relación entre oferta y demanda en la economía. Cuando se observa un desequilibrio importante —sea en el sector productivo o el ámbito financiero—, los inversores

pueden reducir su confianza en los bancos o en la bolsa o en cualquier mercado financiero, lo cual suele desembocar en una contracción del crédito. Cuando el crédito se ve afectado por una caída abrupta de precios (en los mercados de valores o de activos), el efecto puede ser desgarrador y producir una convulsión que desemboque en una severa crisis económica. Ello es así porque el crédito es, en efecto, el componente esencial del sistema nervioso del cuerpo de las finanzas y de la economía de cualquier país.

Sin embargo, no hay consenso sobre el desempeño de los mercados ni de los inversores. De acuerdo con otro grupo de economistas, es importante analizar la psicología individual y colectiva de los actores financieros en épocas de auge y en medio de pánicos. La expresión de la "exuberancia irracional" fue acuñada originalmente por el famosísimo economista, John Maynard Keynes, para describir el frecuente y excesivo optimismo en el futuro desempeño de los mercados financieros. Posteriormente, otros autores como Herman Minsky o Charles Kindleberger propusieron teorías detalladas sobre el impacto de cambios en la psicología colectiva de los inversores al pasar de la euforia más absoluta en los mercados al pesimismo más negro en determinadas coyunturas. Este enfoque ha sido recogido recientemente por los economistas George Akerlof y Robert Shiller en su libro titulado *Animal Spirits* (2009) que analiza el impacto de la psicología de los inversores en relación con la globalización de los mercados en decenios recientes y con el colapso financiero de 2008.

En pocas palabras, como señala el economista español Guillermo de la Dehesa en un importante estudio reciente, titulado *La primera gran crisis financiera del siglo XXI*, durante los últimos dos o tres decenios numerosos economistas han formulado una gama amplia de propuestas teóricas para explicar el funcionamien-

to de los mercados financieros.[8] Si bien ha sido especialmente influyente, por no decir dominante, la escuela de pensamiento que pone el énfasis en la hipótesis de los mercados siempre eficientes, existe buen número de interpretaciones que ofrecen perspectivas muy diferentes, como las del premio Nobel Joseph Stiglitz, quien ha argumentado, durante largo tiempo, que en los mercados financieros las fallas de mercado son asaz frecuentes y que es de suma importancia tener en cuenta las asimetrías de información; por no hablar de una multitud de enfoques y modelos económicos adicionales que se debaten intensamente hoy en día.

Pero, ciertamente, la discusión sobre las causas de las crisis no termina allí, pues otros analistas sostienen que además de los elementos específicamente económicos o psicológicos, es importante considerar también el impacto de factores externos, por ejemplo un "shock" provocado por una guerra, una crisis política o un profundo conflicto social. Estos eventos también pueden incidir en provocar o profundizar un colapso financiero.

Si bien algunas crisis financieras pueden estar esencialmente localizadas en un país o mercado, frecuentemente se transmiten a otros. La metáfora médica suele aplicarse para describir aspectos de las crisis, y de allí que también sea habitual hablar de grados de *contagio* y mecanismos de difusión con el objeto de determinar si el desequilibrio se localiza o se generaliza. Desde esta perspectiva, es importante tener presente que existe un conjunto variado de diagnósticos sobre la naturaleza específica de la transmisión de *las crisis financieras.* Para algunos de los mayores expertos contemporáneos en esta temática, debe prestarse una atención especial al hecho de que en el capitalismo moderno los bancos están en el corazón de los sistemas financieros, y por ello su debilitamiento se convierte en disparador de los desequilibrios en el resto de la economía. Las razo-

nes tienen que ver con las amplias vinculaciones que hay entre los bancos con clientes, empresas y sectores económicos diversos, los cuales se describen en la jerga de los economistas como "externalidades". En lenguaje llano, las quiebras bancarias suelen tener efectos de impacto diversos que incluyen el contagio de desconfianza en las firmas y mercados financieros, el empobrecimiento súbito de los clientes de los bancos, el debilitamiento de las balanzas de empresas que mantienen relaciones con un banco en problemas, las ventas masivas de activos en bolsa y, finalmente, la contracción del crédito.[9] El grado de intensidad de esta última es considerado determinante en la posibilidad de que se desate una recesión o depresión.

Si bien no hay duda de que los bancos son actores fundamentales en los sistemas de crédito, la historia de las crisis financieras demuestra que hay otros factores que pueden incidir en el contagio y transmisión de las mismas. Son eventos en extremo complicados y diversos cuya explicación y taxonomía requieren ir más allá del análisis de los pánicos y las quiebras bancarias. Por este motivo en el presente libro hacemos referencia a las lecciones de grandes expertos contemporáneos, entre ellos, Michael Bordo y Barry Eichengreen, quienes han insistido en la importancia del estudio histórico de la *compleja anatomía de las crisis financieras*. Ellos han argumentado que éstas se componen de desequilibrios en diferentes mercados financieros: pánicos bursátiles, pánicos bancarios, crisis cambiarias, crisis de deudas soberanas y crisis hipotecarias.[10] En diferentes ocasiones, se combinan unas con otras, por lo que se puede hablar de *crisis gemelas*, que son más severas (véase Gráfico 1). Evidentemente, las crisis mayores o *sistémicas* suelen contener todos estos componentes, y es precisamente por ello que son tan devastadores.

Finalmente, existe una amplia gama de preguntas en la literatura que se centran en el tema de cómo se resuelven las crisis. ¿Cuánto

duran las distintas crisis financieras y cuán profundas pueden llegar a ser? ¿Cuál es el papel del gobierno o del banco central en la crisis? ¿Cómo se define el prestamista de última instancia? Los debates al respecto han sido extensos en el pasado y son aún más intensos en el presente debido a los eventos contemporáneos.

En resumidas cuentas, salta a la vista que, al analizar las mayores crisis financieras, no resulta posible ni razonable pensar en una causalidad única ni en un impacto idéntico. Las crisis globales tienen múltiples causas y también diversas consecuencias. De allí que un enfoque lineal o unilateral en términos teóricos tiene una utilidad limitada para explicar estos cataclismos. Por ello son de gran importancia las comparaciones y el intento por establecer paralelos y/o contrastes. En un trabajo reciente, Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff analizan dos siglos de *crisis bancarias* tanto en países avanzados como en la periferia, y curiosamente sus datos refuerzan una tesis clásica que plantea que las crisis bancarias *sistémicas* (en varios países a la vez) siempre son precedidas por períodos de auge, incluyendo burbujas bursátiles y de mercados inmobiliarios, así como un fuerte aumento en los flujos internacionales de capitales y la disponibilidad del crédito, antes del desplome.[11]

Este enfoque es similar a la tesis de Christian Suter, quien escribió uno de los trabajos pioneros más completos sobre los *ciclos de deuda* a nivel mundial (*Debt Cycles in the World-Economy*[12]) desde principios del siglo XIX hasta fines del siglo XX. Este investigador suizo encontró que todas las grandes crisis de deuda soberana eran precedidas por fases de rápida expansión o globalización financiera. Sin embargo, otros investigadores —más inclinados a la macroeconomía— han señalado que los estudios de largo plazo indican que es necesario analizar con mucho cuidado la relación entre ciclos financieros y tendencias productivas para

determinar cuando los primeros inciden de manera determinante sobre la economía real. Este contrapunto en las discusiones nos demuestra que es útil enlazar los estudios recientes sobre la secuencia de crisis (mayores y menores) de las últimas décadas con la literatura más tradicional que recogía el debate sobre la naturaleza de los ciclos económicos a través de los años. Sin embargo, no es suficiente sostener que las crisis son cíclicas, pues si lo fueran serían mucho más fáciles de predecir. La enorme dificultad en prever el gran colapso de 2008 nos habla de la complejidad de entender la dinámica de los mercados financieros. Y precisamente por ello es importante tener en cuenta la multiplicidad de escuelas económicas, políticas e históricas que han analizado las crisis en el pasado y también en el presente.

¿Cuáles serán las consecuencias de la crisis de 2008 y 2009 a nivel nacional y global? Éstas son grandes preguntas que todo el mundo se plantea hoy en día y que retomamos en el epílogo. En América Latina —desde donde se escribe este libro— no se trata solamente de debatir cuánto puede durar la crisis sino también de pensar cuál será el diseño de la nueva arquitectura monetaria y financiera y cómo podrá influir en nuevas estrategias de desarrollo, con especial atención en las necesidades perentorias de impedir una peor distribución del ingreso y de detener el deterioro del medio ambiente. ¿Habrá un regreso a Bretton Woods, impulsado por Estados Unidos, Europa y Japón? ¿Se impondrá de nuevo el keynesianismo en políticas públicas? ¿Podrán prosperar aquellas propuestas para que se reemplace al dólar como moneda de reserva mundial (como ha sugerido el Banco Central de China) con otros signos o canastas de divisas?

En los últimos dos decenios, el auge financiero mundial ha conducido a incontables excesos y a una tendencia hacia una fuerte

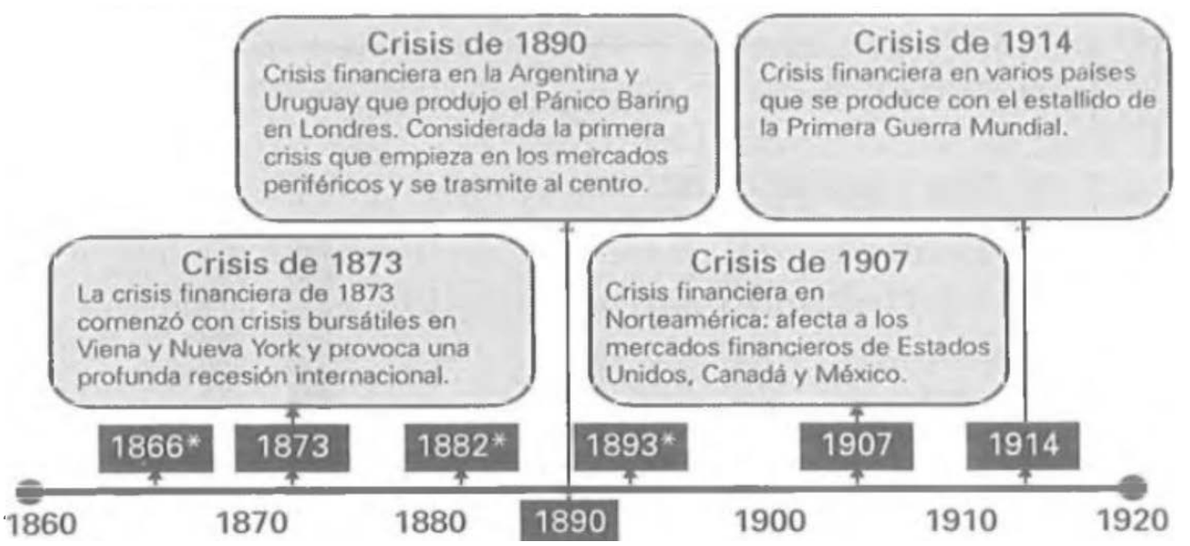
concentración del ingreso, que impulsa un grado de desigualdad económica y social inmoral y peligrosa a la vez. Ningún país ha escapado a este proceso y por ello es fundamental reflexionar acerca de las causas y consecuencias de dicho fenómeno y de las formas en que las respuestas a la crisis que sufrimos en la actualidad podrían influir en un cambio: por ejemplo contribuyendo a reducir la especulación financiera y alternativamente aumentando la inversión en bienestar social, salud y educación. En este sentido, nos parecen en especial apropiadas las observaciones del economista canadiense John Galbraith, en su breve y clásica historia del "crac" del 29. Galbraith señalaba, en 1972, de manera claramente premonitoria para nuestra época:

> Como protección contra la fantasía y la demencia financieras, la memoria es mucho mejor que la ley. Cuando el recuerdo del desastre de 1929 se perdió en el olvido, la ley y la regulación no fueron suficientes. La historia es extremadamente útil para proteger a la gente de la avaricia de los demás y de la suya propia. [13]

Hoy en día resulta medianamente claro que, durante los años de 1990 y principios del siglo XXI, los inversionistas, los banqueros centrales y privados y los dirigentes políticos se olvidaron de la historia. De allí que no previeran los peligros inherentes en las mayores burbujas bursátiles, inmobiliarias y financieras del capitalismo moderno, en especial en Estados Unidos. El estallido de la crisis en 2008 obliga a preguntar qué pasó y por qué. Pero también sugiere que debe revisarse la experiencia financiera —en el largo plazo— a fin de determinar si hay lecciones que aprender del pasado para pensar el presente y el futuro.

Diagrama 1

Las crisis financieras del capitalismo clásico, 1866-1914



* Las crisis con asterisco se refieren a las menores de 1866 con epicentro en Londres, de 1882 en París y de 1893 en Nueva York.

Diagrama 2

Principales crisis financieras de los siglos XX y XXI

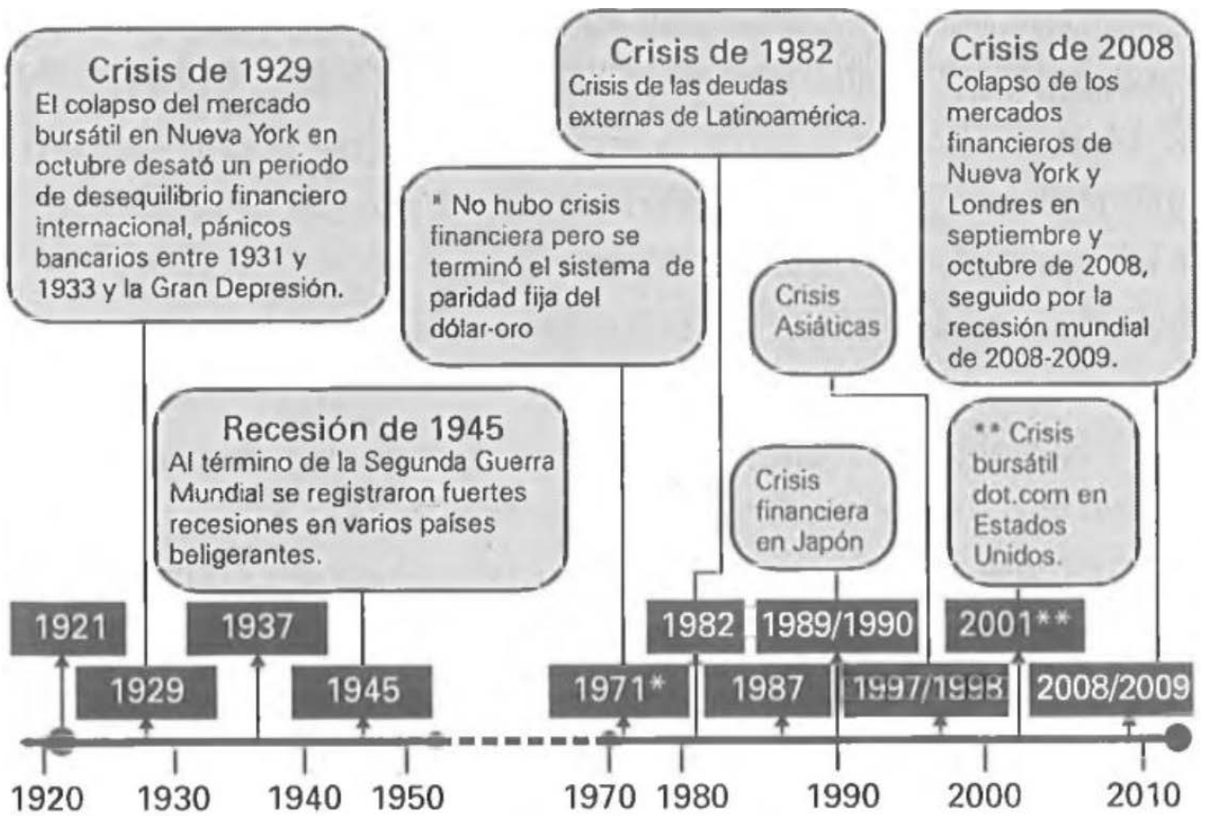
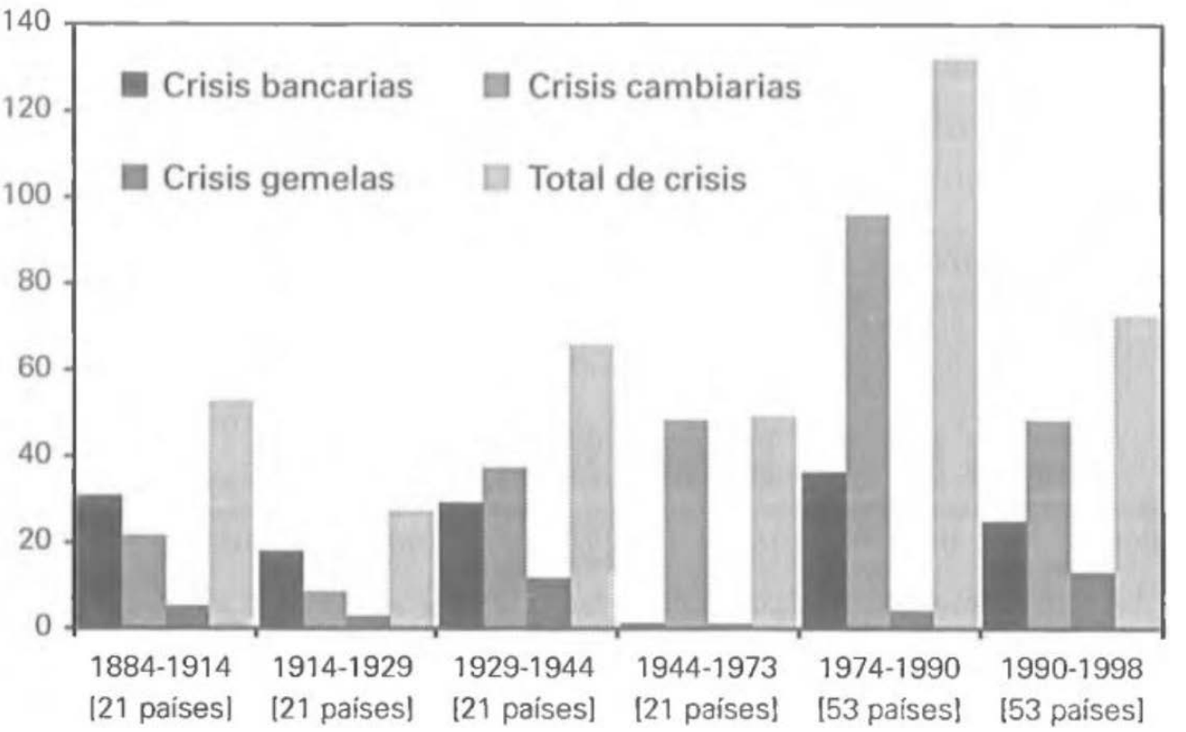


Gráfico 1

Incidencia de las crisis bancarias, cambiarias y gemelas, 1884-1998



Nota: La muestra de 21 países incluye naciones de Europa, Norteamérica, Latinoamérica y Japón. En el caso del periodo posterior a 1973, se incluyeron países de todos los continentes. Cabe mencionar que el número de crisis no corresponde necesariamente con la severidad de estas.
Fuente: Elaboración propia con base en Michael Bordo, Barry Eichengreen, Daniela Klingebiel y María Soledad Martínez-Peria, "Is the Crisis Problem Growing More Severe?", 2000, http://econweb.rutgers.edu/bordo/Crisis_problem_text.pdf (consultado el 1 de octubre de 2009), Apéndice A, 37-41.

Capítulo 1

La primera globalización: las crisis financieras en la época clásica del capitalismo liberal, 1873-1914

A principios del siglo XXI, es frecuente que se atribuyan tanto los logros como los fracasos de la economía contemporánea a la globalización financiera. Pero conviene recordar que este fenómeno no es enteramente nuevo. Los historiadores han llegado a un consenso de que los años de 1870 a 1914 deben describirse como una primera época de *globalización económica*. Nunca antes habían sido tan amplios e intensos los flujos internacionales de comercio y capitales, y fueron acompañados además por intensas migraciones internacionales, en especial de Europa hacia las Américas. Inclusive puede argumentarse que éste fue el periodo cuando el capitalismo se impuso a nivel mundial como sistema económico dominante: los ciclos de las economías industriales comenzaron a ejercer una influencia decisiva sobre gran parte de la actividad económica del mundo.

El triunfo del capitalismo industrial a fines del siglo XIX estuvo directamente relacionado con otro fenómeno que nos resulta familiar: una revolución financiera a gran escala que ya estaba en marcha en la mayor parte del mundo desde hacía algún tiempo. La expansión bancaria y financiera en Europa y Norteamérica fue en particular rápida desde 1850 en adelante: la multiplicación

Biblioteca Sapiens Historicus

de bancos fue acompañada por la creación de bolsas de capitales formales y la consolidación de mercados de crédito y de seguros.[14] Además, a partir del decenio de 1860, se extendió a otras regiones: en el caso de América Latina, por ejemplo, los años de 1860 a 1873 marcaron el nacimiento de los bancos como sociedades anónimas en varios de los principales puertos y capitales de la región. También se dio un proceso similar en varias ciudades de Medio Oriente, Sudáfrica, Australia, la India, Japón y los puertos libres de China. Los antiguos mercados de crédito en esos países estaban basados fundamentalmente en redes de casas financieras privadas, que comenzaron a modernizarse e institucionalizarse en la forma de bancos. Al mismo tiempo, esta fue una época de fuerte impulso a los flujos internacionales de capitales europeos (con préstamos soberanos e inversiones directas), que fueron creando un tejido cada vez más complejo y extenso de las finanzas internacionales.

Todo esto, sin embargo, no estaba basado en un equilibrio perfecto sino en una dinámica que podía desestabilizarse a partir de las debilidades internas de los mercados más importantes o por los efectos de un "shock" externo. Por ejemplo, las grandes especulaciones bursátiles de los años de 1867 a 1872 generaron condiciones propicias para una eventual explosión. El resultado fue el colapso internacional de 1873, que tuvo un impacto muy profundo en numerosas naciones en América, Europa y Medio Oriente. Menos graves pero también destructivos fueron los sucesivos pánicos bancarios y financieros de 1882, 1890, 1893, 1907 y 1914.[15]

Las explicaciones más generales de aquellas crisis financieras de fines del siglo XIX y principios del siglo XX enfatizan la secuencia de auge y caída (*boom and bust*) como característica

del capitalismo liberal. A su vez, numerosos investigadores descubren interacciones esenciales entre el desempeño de las bolsas y los nuevos sistemas bancarios. Cuando la desconfianza se apoderaba de los bancos y diversas firmas financieras, la venta de activos podía provocar pánicos bursátiles. De la liquidez se pasaba a la insolvencia.[16] Las consecuencias para todo el sistema crediticio y para la economía en su conjunto solían ser muy graves.

Cabe preguntar, entonces, ¿en qué medida existían mecanismos que permitían responder a las crisis para atenuarlas? La respuesta de la mayoría de los historiadores es ambigua porque aún no había una idea tan clara de la necesidad de un *prestamista de última instancia*, como ocurre en la actualidad. En la época clásica del patrón oro, el régimen monetario vigente tenía una serie de efectos contradictorios. Por una parte, daba confianza a los clientes de los bancos y a los inversores internacionales de que podían recuperar sus ahorros en metálico en cualquier circunstancia. En cambio, la convertibilidad a oro de los billetes bancarios imponía restricciones fuertes ya que —cuando estallaban las crisis— el oro emigraba del país y los bancos se veían obligados a restringir la emisión monetaria. Las autoridades financieras de fines del siglo XIX estaban limitadas para respaldar los sistemas crediticios en momentos de dificultad. Frecuentemente, los ministros de finanzas podían llegar a ofrecer algún apoyo puntual a determinados bancos e intentaban cierta coordinación de acciones, pero el liberalismo clásico no autorizaba una intervención gubernamental masiva. Las crisis, por consiguiente, eran frecuentes, aunque también diferentes en sus características.

La primera crisis financiera mundial: 1873

Desde principios del siglo XIX se produjeron diversos pánicos bancarios y bursátiles en Europa y Norteamérica, algunos de los cuales impactaron en varios mercados a la vez. La temprana crisis financiera que se desató en Londres a fines de 1825 fue calificada por el propio Karl Marx como la primera crisis del capitalismo. Después sobrevinieron los colapsos de 1837, de 1846 a 1847, 1857 y 1866, en una secuencia que dio pie a la constatación de que las crisis eran periódicas.[17] La quiebra de bancos y de destacadas casas mercantiles en centros financieros de gran importancia como Londres, París, Nueva York o Hamburgo tuvieron el efecto de restringir el crédito que aceitaba el comercio internacional. Pero su impacto variaba de país en país. En octubre de 1857, la crisis comenzó en Londres y se transmitió con rapidez a Hamburgo en noviembre; un par de meses más tarde ya afectaba a los corresponsales de las casas comerciales inglesas y germanas en distintos puertos de Sudamérica. En 1866, la quiebra de la poderosa casa financiera de Overend-Guerney en Londres afectó a los mercados financieros en Europa central y en Italia, pero las consecuencias fueron especialmente duras en España, donde colapsaron la mayor parte de los bancos en Barcelona, Cádiz y Santander, entre otras ciudades.[18]

De acuerdo con los magistrales estudios de Charles Kindleberger, estos pánicos tempranos reflejaban ciertas tendencias que serían características de todas las crisis bancarias y bursátiles posteriores. La anatomía de la crisis podía describirse en función de una trayectoria común: se partía de una fase de expansión de crédito que iba acompañada por una fuerte especulación en la bolsa o en bienes físicos, hasta llegar a un pico de extraor-

dinaria agitación, seguido por un súbito hundimiento de la confianza de los inversores, lo que provocaba una caída en los precios de los valores. Luego se desencadenaban los pánicos bursátiles y las corridas bancarias que, en su conjunto, generaban un colapso económico. Kindleberger utilizó los modelos de análisis desarrollados por Hyman Minsky, un teórico monetario cuyas ideas hoy son citadas con frecuencia porque enfatizaba la fragilidad innata del sistema financiero.[19] Este marco analítico es penetrante, pero también es cierto que su utilidad depende de que se lo confronte con casos históricos concretos.

A pesar de la gravedad de algunos de los descalabros anteriores del siglo XIX, es factible argumentar que no fue hasta 1873 que se produjo lo que podríamos denominar una *crisis financiera mundial*. Esta comenzó en Austria a principios de mayo de 1873, a raíz de un pánico bancario y bursátil en Viena que luego se transmitió a los mercados financieros de Alemania, Italia y otros países europeos.[20] En septiembre tuvo lugar un fuerte desplome bursátil y ferroviario en Estados Unidos, que iniciaría un periodo de recesión en ese país que duró hasta 1877. Desde el primer momento, la inestabilidad financiera se propagó a nivel internacional, provocando múltiples quiebras bancarias y comerciales en decenas de países, y se vio agudizada por una caída en los flujos de capitales internacionales, la contracción del crédito bancario y una baja pronunciada de los precios de los *commodities*, sobre todo, productos agrícolas y materias primas.

Sin duda, una de las singularidades de este colapso fue que, en contraste con la mayor parte de las anteriores crisis financieras del siglo XIX, que fueron provocadas por pánicos en los mercados de Londres o París, la de 1873 se inició con el hundimiento de mercados bancarios y bursátiles en Europa Central y en Estados

Unidos. Esto era reflejo del proceso de expansión y creciente integración del capitalismo a escala internacional: los desequilibrios bancarios en cualquier región se transmitían ahora con mayor celeridad a otros centros financieros y mercantiles distantes, produciéndose así un cortocircuito generalizado, aunque con desigual intensidad.

Después de golpear las economías de Europa y Norteamérica, las olas de la crisis se extendieron, lo que generó una reducción del crédito mercantil y bancario en todo el mundo: afectaron con especial severidad en 1874 los pequeños países centroamericanos, cuyos gobiernos tenían elevadas deudas, luego a Perú, el mayor deudor de América Latina, y finalmente al Imperio Otomano —en particular los gobiernos de Turquía y Egipto— que entraron en bancarrota en 1876. Para 1876, doce gobiernos de Medio Oriente y Latinoamérica habían suspendido sus pagos sobre un total de casi trescientos millones de libras esterlinas en deudas.

En Estados Unidos, la turbulencia arrancó con un típico pánico bursátil que socavó a varios grandes bancos de Nueva York, los cuales estuvieron a punto de hundirse. El 21 de septiembre de 1873, el *New York Times* publicó en primera plana un artículo titulado "Pánico en Wall Street", que describía el estallido de la peor crisis bursátil y bancaria sufrida hasta ese momento en Norteamérica. El periódico reportó que desde el viernes 19 de ese mes se había desatado una actividad febril en Wall Street: los inversores presentían el debilitamiento de los mercados financieros y las órdenes de venta se dispararon. El sábado a las diez de la mañana, hora de apertura de la bolsa de Nueva York (que entonces trabajaba seis días a la semana), el pánico volvió a apoderarse de los agentes e inversores, quienes se deshicieron desesperadamente de sus acciones, en particular de las empresas ferro-

carrileras del banquero Jay Gould, conocido por sus enormes especulaciones. Gould hizo lo imposible por detener la avalancha comprando miles de títulos, pero la marea vendedora avanzaba sin parar y, hacia mediodía, las autoridades de la bolsa cerraron operaciones.

El domingo, único día en que no operaba la bolsa, llegaron en tren a Nueva York desde Washington el presidente del gobierno, Ulysses S. Grant, y el secretario del Tesoro para consultar con los dirigentes de los bancos y un círculo de importantes empresarios e inversores. Se reunieron esa tarde en el Fifth Avenue Hotel, pero no revelaron los resultados de las conversaciones. Sin embargo, en la mañana del lunes 22 de septiembre, el Tesoro comenzó a depositar fondos en los principales bancos comerciales de la ciudad para aliviar la presión y evitar un pánico bancario generalizado. Ya habían suspendido operaciones el Nacional Trust Company y el Union Trust Company, así como una docena de firmas de corredores de Wall Street, pero la calma comenzó a regresar al mercado. La asociación de bancos comerciales de la ciudad, la New York Clearing House Association, llevó a cabo una rápida revisión de los balances de sus socios, después de lo cual procedió a emitir diez millones de dólares en certificados de préstamo para aquellas firmas que enfrentaban dificultades por el retiro de los depósitos de sus clientes.

Si bien se había evitado el colapso, los mercados financieros tardaron en recuperarse y entraron en una espiral descendente que duró varios años. En Estados Unidos, las elevadas tasas de desempleo provocaron el descontento popular, lo que motivó numerosas huelgas y manifestaciones; al mismo tiempo, el colapso de muchas grandes empresas obligó a reestructurar una cantidad importante de los principales grupos ferroviarios y financie-

ros. En Europa la crisis fue menos profunda, aunque también dio lugar a una recesión en varios países y en diversos ámbitos de la actividad económica. Los estudios históricos sugieren que el "crac" de 1873 no alcanzó el tamaño de las mayores crisis del siglo XX, pero no hay duda de que contribuyó a desatar un fuerte desequilibrio en los mercados financieros y las consiguientes quiebras bancarias e industriales inauguraron una época de profundos y extensos problemas económicos.

Autores contemporáneos y economistas de fechas posteriores atribuyeron las calamidades económicas esencialmente a dos factores. Para Clement Juglar, Michel Tugan Baranowsky y Nicolai Kondratieff —que escribieron entre finales del siglo XIX y los años de 1920— la fuerza primordial subyacente a la larga recesión que siguió a la crisis financiera se hallaba en la caída de los precios de los productos agrícolas e industriales a escala mundial desde principios del decenio de 1870. De acuerdo con sus interpretaciones, el desplome de precios habría producido una reducción en las tasas de rentabilidad de sectores económicos clave, tanto en las naciones más avanzadas como en las menos desarrolladas.[21] La importancia de estos estudios radica en que los autores fueron los pioneros en la disciplina en estudiar los ciclos y crisis económicas.

Para Robert Giffen, uno de los editores del *Economist*, las tendencias de los precios eran menos importantes que los ciclos de inversión. Este enfoque fue retomado por uno de los más famosos economistas del siglo XX, Joseph Schumpeter, en sus estudios clásicos de los ciclos económicos. Para Giffen y Schumpeter, la causa más inmediata de la crisis de 1873 fue el auge y posterior debilitamiento de uno de los sectores clave de la actividad económica a escala internacional: la construcción de los ferrocarriles.[22]

De hecho, durante largo tiempo se consideró que los ferroca-

rriles fueron el motor más dinámico del temprano capitalismo. Ciertamente la extensión de líneas era uno de los indicadores más precisos del proceso de globalización económica mundial. Los avances realizados en los años anteriores a la crisis de 1873 habían sido espectaculares: en Estados Unidos, desde el final de la guerra civil, el kilometraje de vías férreas se había duplicado de 80.000 a más de 160.000 kilómetros. En Rusia, se habían construido más de 32.000 kilómetros de vías desde finales de la década de 1860. En Europa, la fiebre ferroviaria, iniciada en 1850, había sido uno de los motores de un proceso simultáneo de rápida industrialización, urbanización y modernización agrícola. En Gran Bretaña, se habían construido más de 25.000 kilómetros de vías para 1873. En Alemania, 22.000 kilómetros de rieles. En Francia, más de 17.000 kilómetros. Y en Austria casi 10.000 kilómetros de líneas ferroviarias.

El derrumbe de los mercados de valores en Austria, Alemania y luego en Norteamérica produjo una caída dramática en las cotizaciones de las acciones de la mayoría de las grandes empresas en todas las bolsas, aún bastante incipientes, entre 1873 y 1875, y una declinación igualmente radical de la inversión mundial. El hundimiento de cien bancos en Estados Unidos como consecuencia del pánico en Wall Street en septiembre de 1873 produjo una contracción del crédito.[23] Como resultado, los contratistas de ferrocarriles congelaron las obras en construcción en Estados Unidos. Un fenómeno similar se dio en Europa y otras regiones, donde se produjo el despido de millares de trabajadores y se cancelaron los contratos de suministros de las industrias metalúrgicas y mineras. De allí que numerosos historiadores calificaran al periodo subsiguiente como "gran depresión", en tanto hubo una muy prolongada caída de precios, es decir, una deflación que duró casi dos decenios.

Sin embargo, tampoco sería acertado suponer que la caída de los precios de las mercancías o la interrupción en la construcción de los ferrocarriles fueron los únicos catalizadores de la crisis. Las repercusiones financieras de la guerra franco-prusiana de 1870 también constituyeron un antecedente importante. Como consecuencia del imprevisto y asombroso triunfo del ejército de Bismarck sobre las tropas de Napoleón III en la batalla de Sedán (2 de septiembre de 1870), el nuevo gobierno francés, dirigido por Thiers, se vio obligado a pagar una indemnización de cinco mil millones de francos (200 millones de libras esterlinas) a Alemania. Los principales bancos de Londres y París organizaron la operación financiera: reunieron los fondos en un lapso extremadamente breve y los remitieron a Berlín. Esta indemnización fue la mayor transferencia financiera realizada en el siglo XIX y canalizó un flujo masivo de oro a las economías de Europa central, lo que simultáneamente impulsó un grado de especulación sin precedentes, desestabilizando los mercados financieros de toda Europa. Newbold argumentó en un estudio clásico:

> Podemos ver así que hay sólidas razones para suponer que lo que originó la gran crisis iniciada en 1873 fue la creciente inestabilidad de los mercados de crédito a corto plazo a raíz de los movimientos del oro y las transferencias de metálico de Francia a Alemania, vía Londres...[24]

La volatilidad en los mercados financieros afectó muy rápidamente a los bancos en varias naciones. Un caso puntual que ofrece un ejemplo de la secuencia de auge y colapso es el de Italia, donde el pánico bancario en Viena tuvo un impacto casi instantáneo en Milán y Turín. Estudios detallados del historiador Alessandro Polsi

indican que, de 300 bancos fundados en Italia entre 1867 y 1872, unos 80 (cerca del 25% del total) quebraron entre 1873 y 1877.[25]

La crisis también se expresó en el hundimiento de varios mercados de capitales. En Bruselas se produjo una caída de la bolsa del 43% a partir de 1873 que tendría el efecto de deprimir el mercado durante casi seis años.[26] En Holanda, los mercados financieros se contrajeron severamente. En Austria, se hundieron más de ochenta bancos, cuarenta en la capital de Viena y más de cuarenta en las provincias. En Francia, en cambio, se observó una sorprendente resistencia a los embates de la crisis, que pudo sortearse con considerable éxito, y no sería hasta 1882 que un pánico bancario y bursátil afectara al mercado de París. En España, la crisis financiera de 1873 tampoco se hizo sentir, ya que se vio opacada por circunstancias políticas de peso: el establecimiento de la Primera República y el comienzo de una nueva guerra carlista. No obstante, al mantenerse dentro de un patrón monetario que ofrecía respaldo en metálico para los billetes bancarios, España sufrió una fuga de oro a lo largo de un decenio que implicó una reducción marcada de las reservas de ese metal en el Banco de España, y obligó al gobierno a adoptar la inconvertibilidad de la peseta desde 1883.

Desde Europa y Norteamérica, la crisis se transmitió a varios países de la periferia. A partir de fines de 1873, por ejemplo, el comercio exterior de Latinoamérica comenzó a contraerse como consecuencia de la caída de los precios de los productos primarios y minerales que exportaba. En el caso de Chile, que había demostrado ser exitoso exportador desde mediados del siglo, el impacto de la recesión fue dramático. La baja mundial en los precios de la plata, el trigo y el cobre causó una recesión en el país, aunque con efectos retardados. No sería hasta los años de 1876 a 1878 que las quiebras se multiplicaron en Chile: aproximadamen-

te 25 compañías que cotizaban en la bolsa de Valparaíso se hundieron, incluyendo empresas mineras y bancos.[27]

De manera similar, en la Argentina la crisis internacional de 1873 se hizo sentir casi inmediatamente por la declinación de los precios internacionales de productos exportados, en especial lanas y cueros. Pero el comercio no explicaba todo. Cuando en 1876 el ideólogo argentino Juan Bautista Alberdi se sentó a escribir uno de los trabajos más interesantes sobre la crisis que experimentaba su país, tuvo la lucidez de señalar que existía una multiplicidad de razones que podía explicar el origen del descalabro económico. Escribió:

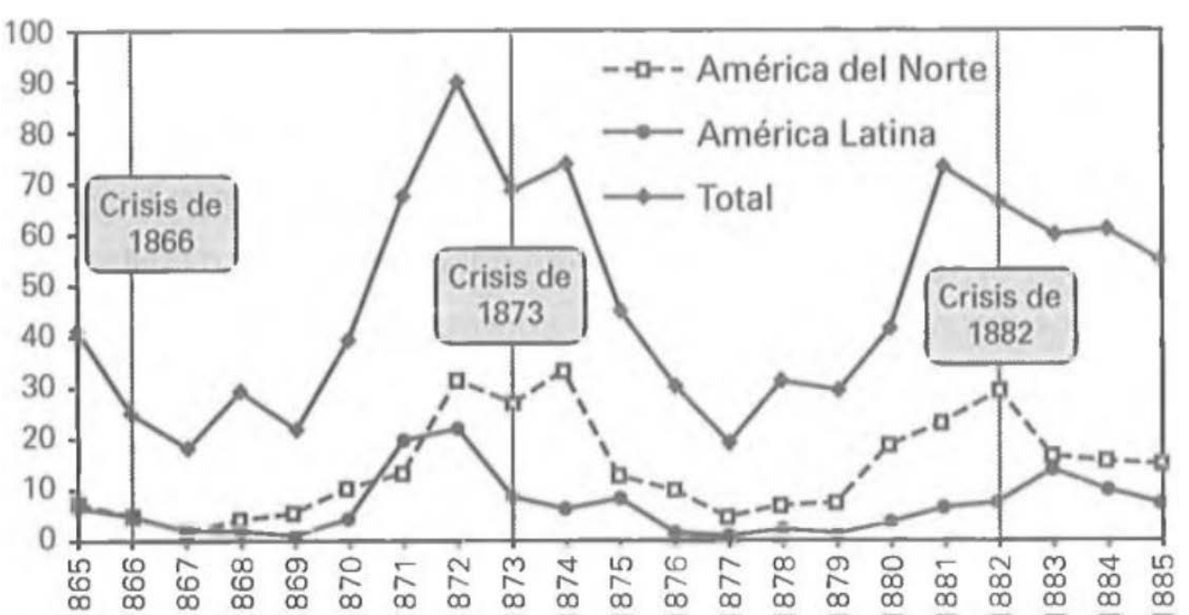
> "Si se pregunta a un estanciero de Buenos Aires: ¿cuál es la causa de la crisis? Sin vacilar responde: la baja del precio de las lanas y de los cueros en Europa."
>
> "Si la pregunta es hecha a un comerciante, su respuesta es la siguiente: la retirada del oro."
>
> "Un político de la oposición no verá la crisis sino en la presidencia, nacida de la candidatura oficial."
>
> "Un partidario del gobierno dirá que viene de la revolución de septiembre de 1874."
>
> "Un economista sistemático la verá nacer toda del abuso del crédito, es decir, de los empréstitos exorbitantes."
>
> "¿Cuál tendrá razón de todos ellos? Tal vez todos a su vez, porque la verdad es que la crisis viene de muchas causas."[28]

La recesión económica no sólo produjo una gran cosecha de quiebras mercantiles en Latinoamérica, también comprimió los ingresos fiscales de los gobiernos de la región, que tuvieron dificultades para cubrir el servicio de sus deudas. Pero ya no era factible obtener más préstamos de Inglaterra y de Francia. Como resultado, varias naciones se declararon en bancarrota y suspendieron el servicio de sus deudas externas. Esto desató un pánico entre los inversores extranjeros.

En el Gráfico 1.1 puede observarse la caída abrupta de las inversiones británicas a escala internacional después de la crisis.

Gráfico 1.1.

Exportaciones de capitales de Gran Bretaña, 1865-1885
(millones de libras esterlinas)



Nota: América del Norte se refiere a Estados Unidos y Canadá. América Latina se refiere a México, Centroamérica, el Caribe y Sudamérica. Total incluye las exportaciones de capitales británicos a América del Norte, América Latina, Europa, Asia y otras regiones.
Fuente: Irving Stone. *The Global Export of Capital from Great Britain, 1865-1914: A Statistical Survey*. Nueva York: Palgrave MacMillan, 1999.

Las primeras suspensiones de pagos tuvieron lugar en países como Honduras, Santo Domingo, Costa Rica y Paraguay, cuyos gobiernos habían tomado préstamos para financiar ferrocarriles y puertos, obras públicas ambiciosas y muy caras que eran vistas como la puerta de entrada a la modernidad.[29] En el caso de Honduras, uno de los países más pobres de la región, varios sindicatos de bancos europeos propusieron diversos préstamos al gobierno entre 1867 y 1869, pero fracasaron al emitirse. Pese a los malos antecedentes, en 1870 la casa bancaria londinense de Bischoffsheim propuso una nueva emisión de más de dos millones de libras esterlinas, una cifra extraordinaria. Para la venta de los bonos, los banqueros se asociaron con un especulador inescrupuloso, Charles Lefebvre, quien —según se supo más tarde— tenía un expediente criminal en Francia por negocios fraudulentos. Lefebvre contrató entre cincuenta y cien agentes a fin de crear un mercado artificial en Londres para los bonos hondureños y muy pronto consiguió vender gran parte de ellos a precios relativamente altos. Según un ex empleado de su empresa financiera, Lefebvre obtuvo la cooperación del embajador de Honduras en la capital británica con un regalo para su mujer: diamantes por un valor de 4.000 libras esterlinas; también remitió una gratificación de 10.000 libras a José María Medina, entonces presidente de la república centroamericana.

Luego la prensa financiera británica gastó mucha tinta en su intento por demostrar que la creciente inestabilidad en Londres en 1874 y 1875 había sido provocada sólo por la especulación con los bonos de repúblicas de Centro y Sudamérica. Sin embargo, las causas de la fiebre especulativa en el mercado londinense en los años previos a la crisis de 1873 eran mucho más amplias y, además, nada misteriosas. Al preguntarse a Nathaniel de Rothschild, banquero y miembro del Parlamento, sobre la euforia financiera, contestó al

comité parlamentario que la razón era en realidad muy sencilla: "Yo diría que el problema es el deseo del público de obtener una tasa de interés más elevada por su dinero".[30] En efecto, estos deseos podían ser ampliamente satisfechos con las tasas de interés del 13 por 100 ofrecidas, por ejemplo, en la compra de bonos de Honduras en 1870. En pocas palabras, a fines del siglo XIX — al igual que hoy en día— las bolsas no era simplemente un lugar para invertir dinero con esperanza de obtener unos rendimientos modestos, sino también un espacio para la especulación, en ocasiones desenfrenada.

El colapso financiero más espectacular en Latinoamérica fue el del gobierno peruano, que cargaba con la mayor deuda externa de la región.[31] Para los banqueros británicos y franceses, Perú había sido un cliente ideal en tanto poseía valiosos productos de exportación que le proporcionaban los recursos necesarios para pagar los intereses de las deudas contraídas: guano, algodón, azúcar y nitratos. La primera evidencia de que la situación había cambiado y era grave llegó el 10 de agosto de 1875, con el anuncio de la virtual bancarrota del Banco Nacional del Perú, institución privada estrechamente vinculada al poder Ejecutivo. Luego, se produjo el hundimiento de las exportaciones del guano, la mayor fuente de ingresos del gobierno. Ya no había margen de maniobra y el gobierno peruano suspendió el servicio de su deuda externa en enero de 1876: debía unos cincuenta millones de libras esterlinas, una suma equivalente a casi el 40% de todas las deudas externas latinoamericanas.

La moratoria peruana fue coincidente con la del Imperio Otomano, cuyos mayores deudores eran Turquía, asiento de dicho imperio, y Egipto, un satélite semiautónomo del anterior. Entre mediados de siglo y 1875 el sultán de Turquía y el jedive de Egipto se las habían arreglado para cargar a sus respectivos gobiernos con obligaciones externas por un valor superior a los cien millones de

libras esterlinas. Ningún otro Estado fuera de Europa podía hacer alarde de una proeza semejante.[32] Las noticias de la bancarrota otomana provocaron una caída simultánea y precipitada del precio de los bonos turcos y egipcios en las bolsas de Londres y París. En el caso de Turquía, sede del imperio, esto desembocó en la virtual entrega del control de la administración fiscal y financiera del gobierno a los banqueros británicos y franceses a partir de 1881.

Por su parte, para pagar a sus numerosísimos acreedores, el jedive de Egipto aumentó los impuestos locales, extorsionando aún más brutalmente al sufrido campesinado a lo largo del río Nilo. Al mismo tiempo, solicitó nuevos préstamos para pagar antiguas deudas, aunque a finales de 1875 se vio obligado a vender el canal de Suez, recién construido, por menos de cinco millones de libras, una fracción del costo original. A pesar de este sacrificio, el gobierno egipcio seguía encontrándose en una situación desesperada, agravada por las demandas de las potencias europeas que le exigían el pago de todas las deudas pendientes.[33] El desenlace violento de esta disputa se produjo en 1882, cuando la marina británica bombardeó Alejandría, suceso seguido por la ocupación del país por tropas inglesas.

El cobro de las deudas internacionales se había tornado un negocio no sólo complicado sino sangriento. Los banqueros europeos habían envuelto a los dirigentes del Cercano Oriente en una red financiera tan inextricable que las únicas opciones posibles para estos últimos consistía o bien en solicitar nuevos préstamos o, alternativamente, en proclamar la suspensión de pagos. Cuando la opción de la moratoria fue adoptada, las cancillerías y las autoridades militares de Gran Bretaña y Francia comenzaron a aplicar presiones extremas para demostrar que los pagarés de los banqueros tendrían el respaldo de los cañones de

las potencias europeas, que vieron una oportunidad estratégica para hacerse con el canal de Suez. Los disparos de la artillería británica al desembarcar en Alejandría marcaron el inicio de la época más álgida del imperialismo europeo y de un nuevo auge financiero a escala global.

El despegue de la globalización financiera y el patrón oro

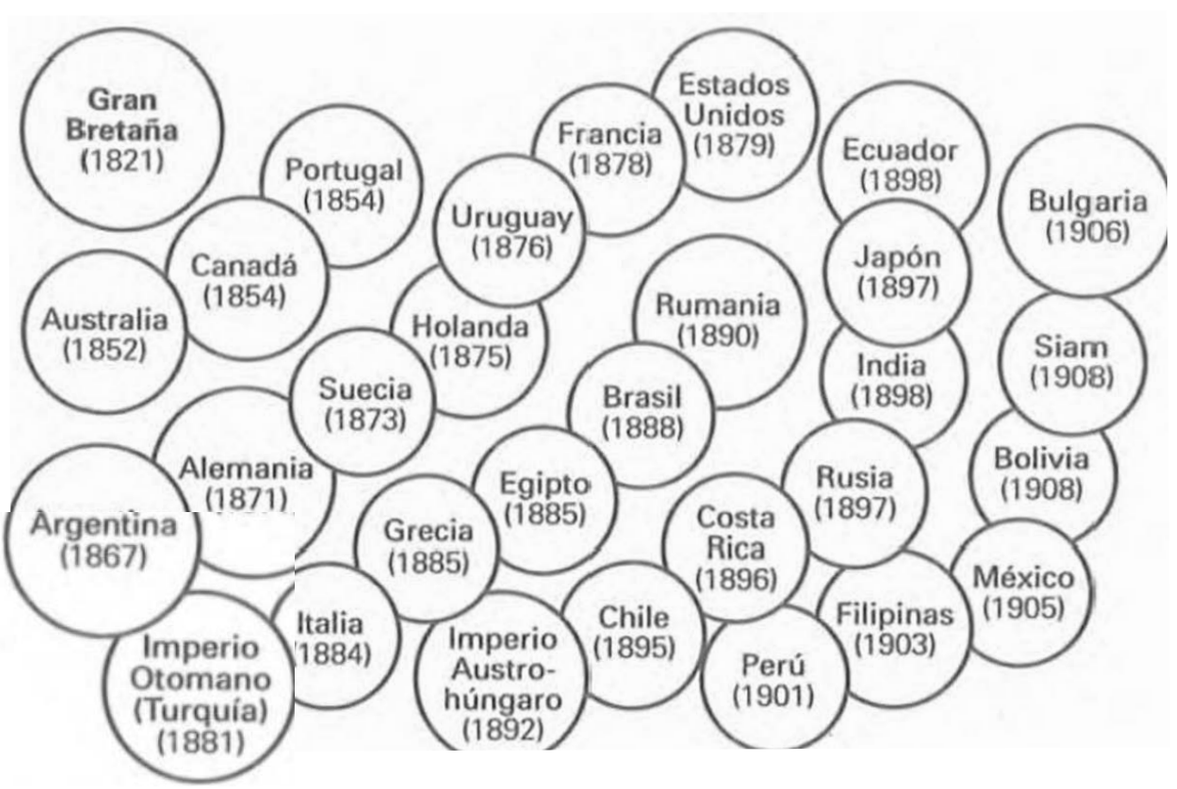
A pesar de los múltiples impactos negativos de la crisis de 1873, la producción mundial (industrial y agrícola) no disminuyó de manera drástica y al cabo de pocos años se había logrado una notable recuperación. Que en aquella época las potencias europeas y Estados Unidos adoptaran el patrón oro es considerado uno de los factores que contribuyó a relanzar los flujos de capitales, sobre todo después de 1880, en el periodo que se conoció como la *belle époque*. Esta expresión se refiere a los tres decenios de expansión económica mundial que precedieron a la Primera Guerra Mundial. Fue un tiempo de capitalismo de *laissez faire* cuando se dieron condiciones que favorecían el libre movimiento de mercancías, dinero y personas a escala global: se podía viajar por toda Europa sin pasaporte y se produjeron enormes migraciones desde el viejo continente a Norte y Sudamérica y a Oceanía. Los flujos internacionales eran facilitados por el establecimiento de redes modernas de transportes (ferrocarriles y vapores) y de telecomunicaciones (telégrafos) en la mayoría de los países.

Pero ¿cuán importante fue la adopción del patrón oro para estimular este crecimiento? En menos de un siglo, el patrón oro se convirtió en el estándar monetario de las economías del cen-

tro y la periferia (véase Diagrama 1.1.). Inglaterra era la única potencia que estaba en el patrón oro antes de 1870, pero luego se unirían más naciones a este esquema, incluyendo Alemania y los países escandinavos (1871), Holanda (1875), Francia (1878) y Estados Unidos (1879).[34] En cambio, en países de la periferia en los que todavía dominaba el patrón plata, como China, India y la mayor parte de América Latina, no se adoptaría el patrón oro hasta fines de siglo.[35] No obstante, debe tenerse en cuenta que diversas naciones entraban y luego salían del nuevo régimen monetario, dependiendo de la coyuntura económica.

Diagrama 1.1.

Patrón oro clásico



Nota: Entre paréntesis se indica el año de entrada al patrón oro. Los años de adhesión al patrón oro deben manejarse con cierta precaución, ya que diversos países entraron al patrón oro y luego lo abandonaron. Véase Cuadro A.3. en el Apéndice para mayores detalles.
Fuente: Elaboración propia con base en Lawrence Officer, "Gold Standard", en *EH.Net Encyclopedia*, editada por Robert Whaples, 26 marzo de 2008, http://eh.net/encyclopedia/article/officer.gold.standard (consultada el 1 de octubre de 2009).

Como han señalado Marc Flandreau y Luca Einaudi, en trabajos magistrales, desde fines del siglo XVIII coexistieron tres sistemas monetarios en Europa y el resto del mundo: el patrón plata, el patrón oro y el patrón bimetálico.[36] Durante las primeras tres cuartas parte del siglo XIX, el patrón bimetálico (que operaba con el oro y la plata como monedas de reserva y de circulación legal) era el sistema preferido por muchas de las economías más dinámicas del mundo, excepto por Gran Bretaña. La eficacia del sistema bimetálico dependía, en buena medida, de Francia y de su gran institución, el Banque de France, que funcionaba como estabilizador de los *stocks* de oro y plata en Europa. Después de la derrota de Francia en manos de Alemania en la guerra de 1870, la situación comenzó a cambiar en favor del patrón oro.

Un factor fundamental en la victoria del metal áureo fue la decisión del gobierno alemán de adoptar el patrón oro en 1871, pero igualmente decisiva fue la caída del valor de la plata entre 1867 y 1872, al tiempo que se daba un cambio de políticas del Banque de France en los años que siguieron a la crisis de 1873 que provocó la creciente desmonetización de la plata. La prestigiosa revista financiera londinense de la época, *The Bankers Magazine*, señaló que el precio de la plata en el mercado de metales preciosos de Londres tocó fondo hacia julio de 1876.[37] Se atribuía esta caída en parte al descubrimiento de minas argentíferas altamente productivas en el oeste de Estados Unidos. Sin duda, también influyó el hecho de que ya desde mediados de los años 70, abandonaron la plata como moneda circulante varias naciones europeas, entre ellas Alemania, Holanda, los países escandinavos e inclusive los países miembros de la Unión Latina (Francia, Bélgica, Suiza, Italia y Grecia), que decidieron suspen-

der las compras de plata en barras y reducir la acuñación de moneda en este metal.

Es importante precisar en qué consistía este régimen monetario pues nos remite a un problema muy actual: saber cuáles son (o deben ser) las bases de la arquitectura monetaria y financiera en una economía mundial cada vez más integrada e interdependiente. El sistema de patrón oro era, en esencia, un conjunto de reglas sobre el manejo de las políticas monetarias. De acuerdo con los especialistas Jaime Reis y Pablo Martín Aceña se basaba esencialmente en tres principios: (1) un tipo de cambio fijo para la moneda; (2) la libre convertibilidad de monedas y billetes en oro; (3) libertad de flujos internacionales de oro y capitales.[38] Esto implicaba que los tenedores de billetes bancarios en cualquier país que adoptara este sistema debían tener la seguridad de que podrían cambiar sus billetes por metálico. Al mismo tiempo, inversores extranjeros podían tener la certeza de que sí querían recuperar sus inversiones, podrían realizarlas en oro. La internacionalización de la economía demandaba reglas operativas que fueran comunes en diferentes países.

Recordemos, al respecto, que una de las facetas más características de la globalización financiera de la época fue que desde el decenio de 1880-1890 se produjo la expansión de sistemas bancarios en gran cantidad de países del centro y la periferia. En algunos casos se observaba la multiplicación de pequeños bancos locales mientras que en otros el modelo dominante se basó en la creación de amplias redes de sucursales, controladas por lo que eran los primeros *bancos globales*, en general, británicos, franceses y alemanes. De hecho, una buena parte de los mayores bancos de nuestros días tienen sus orígenes en esta época en la que se llevó a cabo una temprana *revolución bancaria mundial*.

¿Qué importancia tuvo el patrón oro en la revolución bancaria? En muchos países, los grandes bancos comerciales mantenían sus reservas de manera creciente en oro o en libras esterlinas (convertibles a oro). Cuando estas instituciones ponían en circulación billetes bancarios (porque existían regímenes de pluralidad de emisión) era importante mantener la confianza en ese papel moneda. Todavía eran escasos los auténticos bancos centrales y, por lo tanto, los bancos privados tenían más libertad para operar, aunque en general dependían de la legislación monetaria específica que establecía normas para reservas y emisión. Las reglas de convertibilidad que se asociaban con el patrón oro daban confianza a los clientes que depositaban su dinero en los bancos en naciones como Inglaterra, Francia, Alemania y Holanda, por no decir Estados Unidos. Esto contribuía al aumento de la oferta de crédito y de los capitales en los mercados financieros.

Por otra parte, el ascenso del patrón oro ayudó a convertir Londres en centro financiero internacional preeminente, tanto por la profundidad de sus mercados bursátiles y bancarios como por la larga experiencia que Gran Bretaña ya tenía con ese régimen monetario. Walter Bagehot, editor del *Economist*, señaló en su obra clásica *Lombard Street* (1873) que anteriormente, Londres y París rivalizaban como mercados monetarios, "pero desde la suspensión de pagos del Banco de Francia en 1870 a raíz de la guerra con Prusia, su utilidad como depósito de numerario llegó a su fin: nadie podía girar un cheque con ese Banco y estar seguro al mismo tiempo de obtener oro o plata a cambio". Esto contribuyó a fortalecer al Banco de Inglaterra como referente fundamental del sistema bancario mundial y a la libra esterlina como la moneda de reserva preferida, en caso de que un banco no obtuviese todo el oro en metálico que deseaba. A su vez, ayudó a consolidar a la capi-

tal de Gran Bretaña como el mercado más activo en transacciones cambiarias internacionales, además de afianzar su función como el mercado de capitales más dinámico en el mundo.

A pesar del predominio de la City —expresión que se refería a la zona financiera de la capital británica—, el historiador económico Youssef Cassis ha argumentado que esto no debe interpretarse simplemente como expresión de una hegemonía británica excluyente. En la práctica, en el último cuarto del siglo XIX podemos observar que estaban operando un conjunto de centros financieros entrelazados en los países europeos, con redes que se extendían a los mercados emergentes (y sus jóvenes sistemas de bancos) en la periferia.[39]

De hecho, una de las facetas más destacadas del periodo 1880-1914 fue la competencia a nivel de la oferta de capitales para la inversión extranjera. Nos referimos a la rivalidad entre los países exportadores de capitales, en particular, Gran Bretaña, Francia, Alemania, Bélgica y Holanda. Por su parte, Estados Unidos también comenzó a efectuar inversiones en el exterior desde 1880, en primer lugar en México y Canadá y después de 1898 en Cuba, para luego explorar otros campos de acción. La concurrencia entre los países europeos ricos en capitales era más antigua ya que se había iniciado en los años de 1850 a 1873 en lo que se refiere a inversiones al interior de Europa, en Rusia y Medio Oriente. Pero desde 1880, estas rivalidades financieras se extendieron a nivel mundial. En el caso de América Latina, como tendremos oportunidad de observar, los inversores británicos ejercieron un predominio incontestable en la región hasta el decenio de 1880, pero después, y hasta la Gran Guerra (1914-1918), los inversionistas de Francia, Alemania, Bélgica y Estados Unidos comenzaron a pisarles los talones.

Los flujos superpuestos de capitales descubren una compleja *geografía financiera* que abarcaba una constelación de mercados primarios, secundarios y terciarios interconectados. El economista e historiador financiero Michael Bordo ha argumentado desde hace más de veinte años que el patrón oro operaba como una especie de *marca* de credibilidad financiera para muchas naciones: aquellas que adoptaban este régimen monetario podían obtener flujos internacionales de capitales a costos más bajos.[40] Otros investigadores han explorado en detalle las diferentes capacidades de los gobiernos para obtener préstamos durante esta época. Han llegado a la conclusión de que si bien el régimen monetario solía ser importante, podían ser aún más decisivas las políticas fiscales o el impacto de los conflictos militares. No obstante, parece existir cierto consenso que en coyunturas de *crisis de deuda soberana* (en particular en Latinoamérica), los inversores internacionales retiraban sus fondos si consideraban que no se respetaban las reglas del patrón oro.[41]

Pero no eran sólo factores monetarios o bancarios los que impulsaron la expansión mundial. Pasados los efectos de la gran crisis de 1873, se experimentó un incremento en el dinamismo de las economías en muchos países, en especial desde 1880 en adelante. En Estados Unidos, se produjo un auge industrial y minero que pronto lo catapultó al primer lugar en el mundo en producción de acero y hierro, carbón y petróleo, cobre y plomo y una inmensa variedad de manufacturas. En la mayor parte de Europa, estos años también fueron testigos de una renovada etapa de industrialización, liderada ahora no sólo por Inglaterra y Francia, sino cada vez más por Alemania, los países escandinavos e Italia. A su vez, comenzó a despuntar una amplia gama de nuevas industrias —entre ellas, la química, siderúrgica y eléctrica— marcando el inicio de lo que se

ha llamado la *segunda revolución industrial*. Sus efectos pronto se comenzarían a sentir a nivel mundial.

Las demandas de las fábricas pero también de la población creciente de las ciudades en Europa y Estados Unidos estimularon una creciente demanda de alimentos y de materias primas. El consumo global de trigo, maíz, azúcar y café, por ejemplo, se disparó, aunque curiosamente los precios no aumentaron, sino que tendieron a bajar. El efecto de la baja en los precios hizo más rentable producir, por ejemplo trigo y maíz, en países con grandes extensiones de tierras poco pobladas, como era el caso de Estados Unidos, Rusia y la Argentina. En el caso del café, Brasil logró consolidar su preeminencia gracias a una rápida apertura de su inmensa frontera agrícola. Lo mismo ocurrió con la lana, como se observa en la extraordinaria expansión que la ganadería ovina tuvo en Australia y en el Río de la Plata, que sería seguida por un ciclo de ganadería vacuna, la cual también se orientó de manera creciente a la exportación.

En los países de fronteras abiertas, las causas de la renovada prosperidad se vinculaban, paradójicamente, con la crisis que afectaba a la agricultura europea. Varias malas cosechas a fines de la década del 70 empujaron a miles de hambrientos campesinos europeos hacia los puertos, en donde no tardaron en embarcarse rumbo a Estados Unidos, Canadá, Australia y la Argentina. Como observaba el periódico *Buenos Aires Standard* en los últimos días de febrero de 1880:

> Las dificultades en Europa, la pérdida de cosechas y la miseria de miles de personas tienden a aumentar nuestro aprecio por las notables bendiciones que todos disfrutan en este país [Argentina]... Cincuenta mil inmigrantes se han establecido en estas orillas en el pasado año...[42]

En efecto, aquellas naciones de la periferia, que habían sido bendecidas con vastos espacios abiertos y suelos extraordinariamente ricos, sólo esperaban la llegada de hombres, trilladoras y ferrocarriles para convertirse en algunas de las zonas agrícolas y ganaderas más productivas del mundo.

Si bien es evidente que la favorable coyuntura internacional y la creciente adopción del patrón oro inspiraban mayor confianza entre los inversores que deseaban colocar fondos en América Latina, África, Asia y Oceanía, esto no implicaba que se eliminasen las crisis financieras. Al contrario, éstas fueron frecuentes a lo largo del periodo bajo consideración y solían tener un impacto dramático sobre los flujos de capitales. En este sentido, no puede sostenerse que la adopción del patrón oro asegurara la estabilidad financiera. Al contrario, numerosos estudios históricos demuestran que, en muchos países, el manejo de las políticas monetarias fue altamente discrecional y dependía de la coyuntura.[43] Es decir, la adscripción al patrón oro no era garantía de que se evitaran los pánicos bursátiles o bancarios. Las crisis eran facetas inherentes del sistema capitalista cada vez más globalizado.

Hoy en día, los economistas hablan del impacto del súbito congelamiento en las inversiones (*sudden stops*), los cuales ahondan una crisis financiera local y provocan devaluaciones de la moneda, e inclusive propician una combinación de pánicos bancarios y bursátiles.[44] (En nuestro apéndice hemos incluido una serie de diagramas que se basan en los trabajos magistrales del economista francés Robert Boyer, que explican las lógicas de diversos tipos de crisis). En el siguiente apartado pondremos especial énfasis en las crisis en la Argentina y Brasil entre 1890 y 1892, y en las de 1893 y 1907 en Estados Unidos, Canadá y México, aunque no fueron las únicas.

La primera crisis de los mercados emergentes: las crisis de 1890-1891

Un fenómeno a destacar posterior a 1880 es la creciente importancia que adquirieron los mercados financieros en los países de la periferia. Esto se observaba, en particular, en la región que tuvo el crecimiento económico más rápido en esa época: Latinoamérica. Las naciones que en esa zona experimentaron la mayor expansión fueron la Argentina y Brasil, tanto por el incremento del comercio exterior, como por su capacidad para atraer inmigrantes y capitales. Sin embargo, hacia 1889, el auge generó una serie de burbujas financieras, bursátiles e inmobiliarias en los mercados locales, en especial en Buenos Aires y Río de Janeiro.

La primera crisis explotó en la capital argentina en junio de 1890 a raíz de una debacle financiera y una rebelión política entrelazadas. No era de esperar que los problemas en Sudamérica pudieran afectar a los centros financieros europeos, pero en este caso existían condiciones que lo explicaban: el gobierno argentino se había convertido en uno de los mayores deudores del mundo, ya que había contratado más de cincuenta préstamos extranjeros en Londres y otras plazas financieras europeas entre 1881 y 1890.[45] Al final de la década, la deuda externa argentina ya había alcanzado los 80 millones de libras esterlinas (400 millones de dólares de entonces), una suma realmente colosal para un país con apenas 4 millones de habitantes. Las formidables entradas de capitales externos estimularon a los bancos domésticos a una fuerte expansión de la circulación monetaria. Al no existir un banco central, tanto el gobierno nacional como los provinciales alentaron este proceso, ya que se beneficiaron con los préstamos a corto plazo adelantados por estos bancos.[46] Al finalizar el ciclo de

auge, sin embargo, se produjo una fuerte caída del valor del peso argentino, azuzada por la súbita fuga de oro a lo largo de 1889 y 1890, que reflejaba el nerviosismo de inversores domésticos y extranjeros.[47] Esto redujo la capacidad de pago del gobierno y muy pronto el desequilibrio se transmitió a Londres, donde se habían colocado gran parte de los bonos argentinos.

En la mañana del sábado 8 de noviembre de 1890, varios de los capitanes del mercado financiero de Londres se reunieron en las oficinas del Banco de Inglaterra para discutir la suerte de Baring Brothers, el banco privado más prestigioso de Londres y uno de los más antiguos: había sido fundado en 1763. Lord Revelstoke, director de la casa Baring, informó a William Lidderdale, gobernador del Banco de Inglaterra, que su firma estaba a punto de declarar la bancarrota a raíz de sus compromisos financieros con la Argentina. Las implicaciones eran ominosas. El martes 10, Lidderdale se reunió con George Goschen, secretario del Tesoro, con el objetivo de redactar una nota que persuadiera al Banco de Francia para que transfiriera una fuerte cantidad de oro con la mayor premura posible al Banco de Inglaterra y así disuadir una posible fuga de capitales. También pidió que el gobierno de su Majestad, la longeva reina Victoria, presionara al gobierno argentino para que pagase sus deudas a Baring Brothers. El miércoles, 2 millones de libras esterlinas en oro llegaron de París; al mismo tiempo, el Banco de Inglaterra obtuvo otro millón y medio de libras en oro de la venta de bonos del tesoro británico al agente financiero del gobierno ruso. Con este respaldo, se pudo llevar a cabo una de las primeras y más exitosas operaciones de rescate financiero verdaderamente internacional.

Entre el siguiente viernes y el sábado, Lidderdale logró convencer a los más prestigiosos directivos de los *merchant banks* de Londres —Rothschild, Glyn/Mills, Hambros, Raphael, J. S. Morgan, Antony

Gibbs, Smith, Payne and Smith Brown/Shipley y Robarts— para que reunieran un total de 17 millones de libras esterlinas a fin de respaldar la casa Baring. En las semanas siguientes, buena parte de los pasivos de la venerable firma bancaria fueron liquidados y en los primeros meses de 1891 el mercado británico se estabilizó.

A pesar de los rescates, las noticias de la virtual quiebra de Baring Brothers sacudieron violentamente al mercado de capitales británico y desataron una corta pero intensa crisis financiera internacional. Como consecuencia, en un año cayeron las cotizaciones de los bonos de los países latinoamericanos un promedio de 25% en el mercado de Londres y aumentaron los riesgos y costos para su emisión durante un periodo aún más prolongado.[48] En diversos estudios, destacados economistas contemporáneos han establecido paralelos entre la crisis de 1890 y la crisis de los *mercados emergentes* que tuvo lugar un siglo más tarde, en el decenio de 1990-2000, cuando se experimentó una nueva época de *globalización financiera*.[49]

Tradicionalmente se ha considerado el *pánico Baring* como un fenómeno angloargentino que arrancó con el pánico bancario de marzo y la revolución política de julio de 1890 en Buenos Aires. Pero debe subrayarse que la crisis financiera de la Argentina no fue única, sino que tuvo réplicas en los mercados de otros países. No es extraño que el primer contagio se haya producido en Montevideo, en julio de 1890, cuando el Banco Nacional suspendió pagos, hizo tambalear a las demás empresas bancarias y provocó un pánico en la bolsa de Montevideo.

Los desequilibrios financieros en 1890 en Buenos Aires y Montevideo tuvieron impactos extendidos, incluyendo no sólo su transmisión a Londres, sino también efectos indirectos en Río de Janeiro, Santiago de Chile, Lisboa y Madrid. Se trataba de un conjunto de crisis financieras en varios *mercados emergentes* con oríge-

nes diversos que luego se entrelazaron. La historiadora financiera Gail Triner ha demostrado que hubo elementos de contagio a partir del *pánico Baring* que afectaron los mercados brasileños.[50] Las raíces de la inestabilidad financiera en Brasil tenían, en principio, un origen distinto al argentino ya que en noviembre de 1889 se había producido el tránsito del gobierno imperial a la república federal y, en diciembre, el abandono del patrón oro. Lógicamente esto produjo una caída del valor de la moneda brasileña y de las cotizaciones de los bonos externos del gobierno. Sin embargo, hacia fines de octubre de 1890, ambas variables habían mejorado de forma notoria. Pero al recibirse las noticias por cable telegráfico submarino de la virtual quiebra de Baring Brothers a principios de noviembre, se produjo un nuevo derrumbe del valor de la moneda brasileña, el *mil-reis*, que cayó casi el 40% en su valor frente a la libra esterlina en apenas un año y medio.

Por otra parte, desde fines de 1890 aumentó la volatilidad bursátil en Río de Janeiro, lo que eventualmente desembocaría en el colapso de la gran especulación conocida como el "Encilhamento". Pronto se encendieron las señales de alarma en el sector bancario brasileño y, para contrarrestarlas, el 7 de diciembre de 1890 se fusionaron dos grandes bancos, el Banco dos Estados Unidos do Brasil y el Banco Nacional, en un nuevo gigante llamado Banco da República. Aun así, el mercado no logró estabilizarse, y a lo largo de 1891 se acentuó el desequilibrio financiero que finalmente contribuyó al golpe militar de noviembre de 1891. El nuevo régimen intentó evitar un colapso general al aplicar estrictas medidas fiscales y monetarias; al mismo tiempo, impulsó una concentración bancaria todavía mayor al fusionar el Banco do Brasil con el recientemente creado Banco da República.

Otro país que también sufrió los efectos del pánico Baring fue

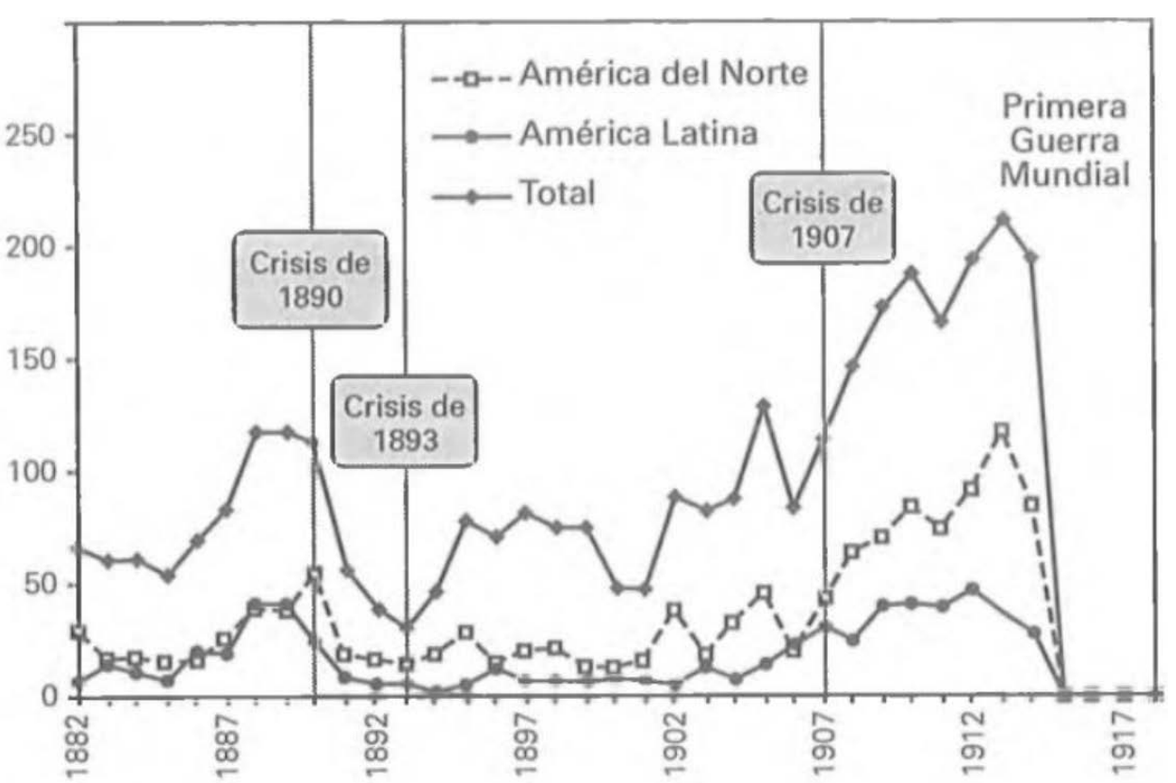
Portugal. El historiador económico Pedro Laíns ha señalado que la crisis de 1891 en Lisboa fue consecuencia de las dificultades del Banco de Portugal para mantenerse dentro del patrón oro y cumplir con el servicio de pagos de la deuda doméstica y externa del gobierno. A todas luces, las causas de las dificultades provenían en primer término de un creciente déficit comercial, en segundo lugar de la caída de las remesas de los emigrantes portugueses a Brasil (donde habían emigrados centenares de miles de portugueses) y por último de la contracción en los mercados de capitales y de crédito a partir del hundimiento de la casa londinense de Baring Brothers. Portugal abandonó el patrón oro en 1891 y redujo el servicio sobre la deuda externa, con la consecuencia de que durante un decenio no pudo acceder a los mercados de capitales internacionales para nuevos empréstitos.

En el caso de España, la crisis de 1890 también tuvo efectos negativos pronunciados. Para comenzar, los bonos del gobierno español sufrieron una abrupta caída en sus cotizaciones en las bolsas de París, Barcelona y Madrid, al igual que las acciones de las principales empresas ferroviarias del país. La subida de los tipos de interés en Londres y París también tuvo un fuerte impacto y provocó una salida del stock de oro y reservas del Banco de España que cayeron de manera estrepitosa al tiempo que se produjo un importante descenso de los depósitos en las bancos privados en toda la nación. Varias entidades pronto fueron a la bancarrota: el Banco de Cataluña, el Banco Francés-Español y el Crédito Español, en Barcelona, mientras que en Madrid quebraron el Banco General de Madrid y el Banco Español Comercial. El historiador Pablo Martín Aceña califica la situación no sólo de un pánico bancario sino de una verdadera crisis financiera.[51]

La crisis de 1890, por consiguiente, tuvo amplias repercusiones a ambos lados del Atlántico y provocó una reducción de los flujos internacionales durante algún tiempo. La reducción en préstamos externos para la mayor parte de los gobiernos de Centro y Sudamérica continuó a lo largo de la década de 1890 e incluso afectó las exportaciones de capitales a Estados Unidos, Canadá y Australia durante algunos años. La relación entre flujos de capitales y las crisis de 1890 a 1893 y 1907 son manifiestas, como puede observarse en el Gráfico 1.2.

Gráfico 1.2.

Exportaciones de capitales de Gran Bretaña, 1882-1918
(millones de libras esterlinas)



Nota: América del Norte se refiere a Estados Unidos y Canadá. América Latina se refiere a México, Centroamérica, el Caribe y Sudamérica. Total incluye las exportaciones de capitales británicos a América del Norte, América Latina, Europa, Asia y otras regiones.
Fuente: Irving Stone, *The Global Export of Capital from Great Britain, 1865-1914: A Statistical Survey*. Nueva York: Palgrave Macmillan, 1999.

El descenso en las inversiones internacionales de cartera, sin embargo, no fue la única consecuencia importante de la crisis. El precio que la Argentina, en particular, tuvo que pagar por haber adoptado políticas excesivamente ambiciosas fue alto. La reestructuración de la deuda externa argentina tardó más de una década en completarse (fue la más compleja de todas las negociaciones financieras de la historia latinoamericana realizadas hasta esa fecha) y resultó demasiado onerosa para la sociedad argentina. Condujo a la imposición de impopulares medidas de austeridad, a una reducción impresionante de los salarios reales y a una serie de privatizaciones que, de hecho, recuerdan el desenlace que tuvo, un siglo más tarde, la crisis de las deudas latinoamericanas en los años 80.

La crisis de 1893 en Norteamérica

Pese a las malas noticias financieras provenientes de Sudamérica y Londres, en Norteamérica no se produjo un descalabro financiero de envergadura en el año de 1890. Algunos bancos relativamente pequeños suspendieron pagos, pero se evitó el pánico gracias a la acción del gremio de la banca comercial, el New York Clearing House Association, que extendió varios millones de dólares en certificados de préstamo a diversas firmas financieras con falta de liquidez. Esta asociación bancaria operó entonces casi como un prestamista de última instancia, tal como lo había hecho en las crisis de 1873 y 1884, función importante en tanto no existía aún un banco central en Estados Unidos. Sin embargo, fue menos exitosa en el caso del pánico de 1893. En esta coyuntura, la tormenta financiera fue de carácter nacional y, en apenas seis meses, quebraron quinientos bancos en todo el país, lo cual la

convirtió en la peor crisis bancaria en Estados Unidos antes de la Gran Depresión.[52]

La debacle financiera comenzó con un colapso del mercado bursátil el 3 de mayo de 1893, pero los bancos en Wall Street pudieron sortear el pánico. En cambio, desde principios del mes de junio comenzaron las corridas sobre bancos en Chicago, Omaha, Milwaukee, Los Ángeles y San Diego. En la segunda semana de julio hubo una avalancha de retiros de dinero por parte de los clientes de bancos en el medio oeste y oeste del país.[53] Las acciones de defensa que puso en marcha la asociación de bancos de Nueva York salvaron a la mayoría de los bancos comerciales de esa ciudad, pero no evitaron las corridas bancarias en otras regiones del país. Fueron especialmente numerosas las bancarrotas en el oeste y noroeste, donde suspendieron pagos 188 y 137 bancos, respectivamente, entre mayo y agosto de 1893.

De acuerdo con la mayoría de los historiadores económicos, los pánicos bancarios en Estados Unidos fueron precedidos por una contracción económica que había comenzado en enero de 1893 y que se profundizó después.[54] Como en otras ocasiones, la evidencia de la recesión no fue visible en el primer momento, sino que comenzó a percibirse una vez que el cúmulo de información sobre la caída en diversos sectores de la actividad económica se fue haciendo patente. Los indicadores más sensibles y extendidos de la recesión en ciernes se registraban en los balances de los bancos regionales. Pero lo cierto es que, a pesar de numerosos estudios históricos que analizan estos hechos, no se sabe aún con claridad si los pánicos bancarios fueron consecuencia de las medidas restrictivas adoptadas progresivamente por los gerentes de los bancos o por la desconfianza de sus clientes. En todo caso, se hizo manifiesto que el sistema bancario estadouni-

dense seguía siendo proclive a un alto grado de volatilidad en determinados momentos del ciclo económico.

Al parecer, la crisis financiera de 1893 en Estados Unidos tuvo poco que ver con los desequilibrios bancarios registrados ese mismo año en Italia y en Australia. En cambio, hay evidencia de que hubo un fenómeno de contagio en el caso de México. La relación cada vez más estrecha entre la economía mexicana y la de su poderoso vecino se reflejó rápidamente en la prensa económica. El 17 de julio de 1893, el periódico *La Semana Mercantil* de la ciudad de México publicó un artículo en el que señalaba:

> La gravedad de la crisis económica actual, la miseria pública creciente cada día, la paralización de los negocios, el retraimiento cada día mayor de los capitales, todos los síntomas, en fin, de la terrible enfermedad económica que sufre el país, han llegado a producir el desaliento más completo en el público, y muy especialmente en el comercio. Todo el mundo se pregunta con ansiedad: ¿cuándo terminará esta horrible situación?[55]

El periódico mexicano, que era de los más confiables en materia comercial, afirmaba que las dos causas mencionadas con mayor frecuencia como responsables de la situación fueron la pérdida de las cosechas durante dos años consecutivos y la enorme baja de los precios de la plata, que seguía siendo el producto de exportación más importante de ese país. En segundo lugar, se atribuía la inestabilidad de los precios a la encarnizada lucha política en Estados Unidos entre la poderosa elite de los banqueros e industriales, que eran defensores del patrón oro, y sus opositores, los propietarios rurales y mineros, que buscaban el regreso a la circulación de la plata en moneda fraccionaria. Era el principio

del fin para el patrón plata en México, dominante desde hacía siglos, ya que había sido uno de los países del mundo con mayor producción y exportación de este metal. No obstante, y a pesar de la reforma monetaria puesta en marcha en 1905 por la administración del general Porfirio Díaz, el gobierno mexicano no pudo poner en marcha el patrón oro sino un esquema más parecido al *patrón de cambio oro*, ya que seguían circulando ampliamente los pesos de plata en el país.[56] Para estas fechas, los otros países mayores de Latinoamérica, la Argentina y Brasil también habían adoptado una serie de medidas para participar, de alguna manera, en el *club de países* del patrón oro.[57]

Crisis de 1907 y 1914

Entre 1900 y hasta 1914 se produjo una de las olas expansivas de la economía mundial más profundas de la historia. Lo impresionante fue la manera en que casi todas las naciones entraron en una espiral ascendente que implicó no sólo un aumento formidable de la producción industrial, agrícola y minera, sino también una fortísima expansión de los servicios y del sector financiero. De acuerdo con las estimaciones del historiador económico Paul Bairoch, los países más avanzados alcanzaron un crecimiento anual del producto *per capita* de 1,6% entre 1900 y 1913, mientras que los de la periferia alcanzaron el 1% anual. En el caso de Europa y Estados Unidos, esto representó una pequeña pero sustancial mejora en su desempeño si se lo compara con decenios anteriores. En cambio, para una buena parte de Latinoamérica, África y Asia este periodo marcó un cambio radical con respecto al crecimiento mucho más lento experimentado en el siglo XIX.[58]

La construcción de los sistemas de telégrafos, la creación de empresas globales de naves de vapor, la modernización de puertos y la introducción de nuevos sistemas de almacenamiento fueron factores claves para disminuir el tiempo de traslado y bajar los costos de todas las mercancías. Este proceso de globalización resulta bastante familiar a nuestros ojos, ya que podemos confirmar el tremendo impacto que tuvo sobre la economía contemporánea la revolución de los transportes y de las telecomunicaciones electrónicas ocurrida a fines del siglo XX y principios del siglo XXI.

Uno de los ejes más poderosos de la globalización de inicios del siglo XX continuó siendo la construcción de ferrocarriles, entonces con acceso a nuevas fuentes de energía, pues aparte de carbón comenzó a utilizarse petróleo (diesel) y se adoptó la electrificación para líneas urbanas de trenes y tranvías. Además se dio un creciente dinamismo de estos sistemas de transporte en las *zonas extra europeas*. Para 1910, India contaba con más de 50.000 kilómetros de vías y Canadá superaba los 40.000, mientras que en la Argentina, Australia y México, las redes ferroviarias ya alcanzaban cerca de 25.000 kilómetros. En cambio, era bastante notorio el atraso en este aspecto de China y Japón, que recién se encontraban en los albores de la revolución de los transportes con apenas 8.000 kilómetros de vías en cada país. Por otro lado, nadie podía competir con Estados Unidos, que ya contaba con la descomunal cantidad de ¡400.000 kilómetros de líneas férreas!

En la mayor parte del planeta, el desarrollo de las ciudades también fue muy rápido, ya que se vio impulsado por la modernización de la infraestructura urbana, y con mercados financieros y sectores de servicios cada vez más dinámicos. Esto fue acompañado por la multiplicación de lo que hoy llamaríamos *empresas globales:* bancos, compañías de seguros, firmas eléctricas, empresas mineras y petrole-

ras y algunas manufactureras que se transformaron en multinacionales. Nunca antes se había alcanzando un volumen de flujos de capitales tan poderoso a escala mundial. Gran Bretaña lideraba en este campo y sus exportaciones de capitales de portafolio pasaron de un promedio anual de 40 millones de libras esterlinas en 1900 hasta superar los 200 millones de libras en 1913. Norteamérica recibió cerca del 50% de esta cantidad; seguían en orden de importancia Sudamérica, Europa, Asia, África y Oceanía.[59]

Se trataba de una edad dorada del capitalismo global y no parecía que pudiera detenerse. Era factible identificar problemas financieros y monetarios en algunos países, pero fueron relativamente limitados. El más importante fue el pánico bancario de 1907 en Estados Unidos, cuyas réplicas en varias naciones marcó un breve hiato en la tremenda onda expansiva mundial. Pero no podía afirmarse que se tratara de una crisis financiera global, pues el mayor impacto se registró específicamente en ese país.

En mayo de 1907 se comprobó un lento descenso en la actividad económica en Estados Unidos, pero sólo se desplomó entre octubre y noviembre de ese año, luego del estallido financiero en Wall Street.[60] La causa inmediata de la convulsión fue una gran y riesgosa operación especulativa que puso en marcha Fritz A. Heinze (presidente del Mercantile National Bank de la ciudad de Nueva York) y que tenía como objetivo monopolizar el mercado del cobre. Sin embargo, el magnate John D. Rockefeller, que también estaba interesado en ese metal, descarriló las operaciones de Heinze al vender millones de libras de cobre, lo que provocó una caída abrupta de todos los valores de las empresas del sector. Casi inmediatamente los clientes del Mercantile National Bank corrieron a sacar sus depósitos de esa firma. Esto provocó la intervención de la New York Clearing House (gremio de bancos

comerciales) que procedió a revisar los libros de ocho bancos adicionales que estaban sufriendo sangrías y acabó por proporcionarles apoyo para impedir su caída.

El verdadero pánico bancario comenzó el 21 de octubre, cuando el presidente del Knickerbocker Trust Company (el tercer banco de inversión de Nueva York) tuvo que dimitir por estar sospechado de tener conexiones con los especuladores del cobre.[61] Como consecuencia, se produjo una contracción del mercado de papel de corto plazo y se multiplicaron los pánicos bancarios en varias ciudades norteamericanas. Esta historia del hundimiento de una empresa financiera clave tiene algunos paralelos con la letal caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008 y sus efectos sobre Wall Street, en tanto paralizó los mercados de crédito. El impacto del derrumbe del Knickerbocker fue fulminante porque era una de las compañías de primera línea dentro de una red de firmas financieras en la que estaban involucrados muchos de los banqueros e inversores más poderosos de la época.

Con el objetivo de impedir el colapso de los mercados crediticios y de la bolsa de Nueva York, el financiero más famoso del momento, J. P. Morgan, organizó un sindicato de banqueros que inyectara un apoyo sustancial de fondos para rescatar a varios de los bancos de inversión afectados. Simultáneamente, el 22 de octubre de 1907, el secretario del Tesoro, George B. Cortelyou, viajó desde Washington por tren a Nueva York para ofrecer el apoyo del gobierno. Entre esa fecha y fin de mes, hizo depositar 35 millones de dólares en distintos bancos importantes de la ciudad a fin de evitar el colapso de las "*trust companies*".

Los pánicos bancarios provocaron una contracción general del crédito, que desencadenó un aumento de quiebras y una reducción en la actividad de muchas empresas estadounidenses.

Cien bancos comerciales en distintas regiones del país suspendieron pagos. Un índice de la producción industrial de Estados Unidos (elaborado por los economistas Miron y Romer) nos indica que la producción cayó de 93% en octubre a un 71% en diciembre de 1907 y que no se recuperó hasta fines del año siguiente. También se vio afectado el comercio exterior y el desempleo aumentó del 3,5% en 1907 hasta superar el 6% en 1908. La gravedad de la coyuntura fue subrayada por el periódico financiero *The Commercial and Financial Chronicle*, que afirmó que la parálisis industrial del año 1908 fue una de las peores que había padecido la nación en toda su historia.

Esta crisis tuvo ramificaciones internacionales importantes, pero la mayoría de los estudiosos de esta convulsión financiera sugieren que es necesario distinguir entre las diferentes situaciones dependiendo de los países y las latitudes. En primer término, es claro que en la mayoría de las naciones no hubo colapsos, mientras que en otras no se ha demostrado que hubiera contagio. En Egipto, por ejemplo, se desató un pánico financiero bastante autónomo a principios de 1907, que estaba ligado al derrumbe del mercado del algodón. En Italia, por su parte, explotó un pánico bancario *anterior* al estallido de la crisis bursátil en Estados Unidos. La quiebra de un gran banco, la Società Bancaria Italiana, provocó una caída general de los precios de los valores industriales en las bolsas de Milán y Turín. A raíz de esto, numerosas empresas italianas manufactureras tuvieron dificultades a la hora de encontrar capitales para nuevas inversiones. El historiador económico Franco Bonelli calculó que el crecimiento del producto industrial italiano bajó un 2% por año entre 1907 y 1913, un nivel menor que el registrado en las crisis de decenios anteriores.[62] En otras naciones, el desequilibrio económico se registró con retraso: recién en 1908 entrarían en una

breve recesión las economías de Inglaterra, Alemania, Austria, Suecia, Holanda, Brasil y Japón.

En la práctica, se puede plantear como hipótesis que la crisis de 1907 fue esencialmente una *crisis norteamericana*. Lógicamente, los vecinos de este país —Canadá y México— sufrieron más. El investigador Michael Bordo y dos colegas han explorado el impacto en la economía real y en los mercados bancarios y financieros en Canadá. La caída del Producto Interno Bruto, en 1907-1908, fue de 5,6% en Estados Unidos al tiempo que en Canadá alcanzó el 5,1%, en ambos casos cifras significativas.[63] Pero mientras hubo una serie amplia de pánicos bancarios en Estados Unidos, el sistema bancario canadiense no sufrió de manera significativa. Canadá pudo manejar la situación con cierta soltura debido a la solidez de sus bancos comerciales, los cuales eran mucho más grandes que los estadounidenses, ya que las instituciones canadienses contaban con centenares de sucursales que proporcionaban un colchón de apoyo en tiempos difíciles.

La similitud con lo ocurrido en 2008 resulta notable, teniendo en cuenta que ese año el sistema bancario canadiense volvió a demostrar su impresionante solidez frente a los embates de la crisis financiera en Estados Unidos, que se caracterizó por las enormes quiebras bancarias.

Es debatible, en cambio, si en México hubo o no contagio financiero en 1907. A pesar de que su economía estaba ya fuertemente entrelazada con la de Estados Unidos, el desempeño económico mexicano fue desigual de acuerdo con la región que se analice. En el norte del país, tan ligado a los ciclos productivos estadounidenses, antes del "crac" en Wall Street ya se venía sufriendo un colapso en las exportaciones mexicanas, en particular de minerales. Una de las primeras señales de la crisis en esta región fue la

contracción del crédito. Tal fue el caso de Sonora y Guaymas, donde los bancos regionales redujeron sus operaciones. En el otro extremo de la república mexicana, en la península yucateca, se produjo una crisis mercantil y bancaria en la segunda mitad de 1907. Pero en este caso tampoco es claro que se tratara de un contagio directo de Wall Street. Más bien el problema se derivaba de la caída de los precios del henequén, principal producto de exportación de regional zona. Las hipotecas que habían acumulado el Banco Mercantil de Yucatán y el Banco Yucateco se elevaban a más de 9 millones de pesos. Para evitar el hundimiento de estas dos entidades, el Banco Nacional de México (institución privada) operó virtualmente como banco central e intervino mediante el otorgamiento de préstamos a los dueños de los bancos yucatecos por 5 millones de pesos contra la hipoteca de sus fincas.[64]

Las crisis de 1914 y la creación del Federal Reserve Bank

Existe cierto consenso de que la consecuencia más importante de la crisis de 1907 fue demostrar que Estados Unidos requería de un banco central a fin de enfrentar futuros descalabros bancarios y financieros. En Europa existían numerosos bancos centrales que operaban como tales y habían demostrado cierta eficacia a la hora de gestionar políticas monetarias y confrontar ciertas crisis. Pero aún no existían estas instituciones en Canadá, ni en Estados Unidos, ni en el conjunto de Latinoamérica.

Lo cierto es que, a raíz del pánico de 1907, las autoridades políticas en Washington tomaron medidas para revisar y reformar el complicado sistema bancario estadounidense. El reto era enor-

me, pues a pesar de contar con la estructura bancaria más extensa (pero también la más atomizada) del mundo —con un total de cerca de 18.000 bancos distintos en 1914— no existía ninguna entidad bancaria del gobierno. Sin embargo, el cúmulo de problemas que enfrentaba este sistema altamente descentralizado hizo que creciera la demanda de una mayor regulación, supervisión y control, tanto de las políticas bancarias como de las monetarias.

El Congreso de Estados Unidos autorizó que se conformara una comisión especial con numerosos especialistas que se dedicaría a evaluar la manera de establecer una nueva legislación bancaria basada en un estudio comparado de los mejores sistemas de regulación del sistema financiero de diversos países. El problema no era menor, ya que se pensaba que sin un banco central, el enorme y dinámico sistema bancario estadounidense seguiría siendo el más fragmentado e inestable del mundo. Al mismo tiempo, cualquier reforma de este tipo chocaba con la idea de que el "laissez-faire" era funcional y que era recomendable una escasa intervención del gobierno y de la banca central en la economía privada, preceptos que aquel entonces eran considerados dogmas.

Antes de 1914, la teoría liberal de las finanzas públicas no contemplaba que los gobiernos debieran intervenir de manera contracíclica en momentos de dificultades económicas. Al contrario, dadas las restricciones fiscales, era frecuente que se redujeran los gastos públicos. En segundo lugar, la teoría de la banca central más avanzada —que era la del Banco de Inglaterra— se limitaba a sostener que en momentos de crisis el instituto central debía descontar las letras de los bancos privados con liberalidad para atenuar el impacto de la restricción de crédito. No se contemplaba un fuerte aumento de la emisión debido a las restric-

ciones que imponía el patrón oro. Sí era frecuente que, durante las crisis, la fuga del oro provocase una reducción de la circulación monetaria y esta situación era considerada casi inevitable. No obstante, la multiplicación de las crisis bancarias y bursátiles en Estados Unidos demostraba que era necesario llevar a cabo reformas profundas con el objetivo de reducir la volatilidad.

A partir de los detallados informes del National Monetary Commission, publicados entre 1908 y 1913, se establecieron las bases para la singular creación del Federal Reserve Bank bajo una ley aprobada a fines de 1913. Su singularidad consistía, en contraste con todos los demás bancos centrales del mundo, en que la Reserva Federal se constituyó sobre la base de doce bancos regionales, cada uno de los cuales formaba una pieza clave del sistema en su conjunto. Paradójicamente, en agosto de 1914, el preciso momento en que comenzaba a organizarse la Junta de este nuevo tipo de banco central, irrumpió una grave crisis monetaria y financiera internacional provocada por las noticias del estallido de la Gran Guerra en Europa.

Como es bien sabido, la mecha que hizo estallar el conflicto militar fue el asesinato del archiduque austriaco, Franz Ferdinand, a manos de un nacionalista bosnio-serbio el 28 de junio de 1914. Las fuerzas militares del imperio austrohúngaro amenazaron Serbia y la invadieron un mes más tarde, el 28 de julio. Así se inició una hostilidad general, en especial porque Alemania y Rusia adoptaron posiciones diametralmente opuestas con respecto a la beligerancia austriaca. A partir de ese momento ya no hubo retorno, y el 1 de agosto comenzó la movilización de tropas en gran parte de Europa y las declaraciones de guerra entre las principales potencias.

Como es lógico, los mercados financieros entraron en pánico. El 28 y 29 de julio todas las bolsas europeas suspendieron ope-

raciones y un día después, al recibirse las noticias telegráficas del inminente estallido de la guerra, también cerraron sus puertas las bolsas de todos los países de Sudamérica. El 31 de julio por la mañana cerró la bolsa de Londres y más tarde se suspendieron las operaciones en Wall Street. Las presiones para abandonar el patrón oro fueron extremadamente fuertes. Al cabo de pocos días, la mayoría de los países europeos (con excepción de Gran Bretaña) adoptaron la inconvertibilidad y se salieron del patrón oro para defender sus monedas y sus reservas y también para proporcionar instrumentos de libre emisión a sus gobiernos con los cuales financiar la guerra.

En Inglaterra, el mayor mercado financiero del mundo, una serie de desequilibrios habían comenzado a manifestarse el lunes 27 de julio, cuando se acentuó abruptamente la demanda internacional de libras esterlinas, en especial en Estados Unidos. Al día siguiente, el pánico cundió y no hubo otra alternativa que cerrar el mercado de cambios. A raíz de esto, la mayoría de las firmas financieras privadas de Londres que manejaban un enorme volumen de papel comercial se encontraron en una situación de iliquidez. Su situación empeoró cuando los grandes bancos comerciales británicos exigieron el pago de las letras que las firmas privadas tenían pendientes. Para evitar bancarrotas y obtener fondos, muchas casas bancarias comenzaron a vender valores en la bolsa, lo que provocó fuertes corridas y al final ésta tuvo que cerrar operaciones.

La forma más tradicional de explicar esta crisis es que se originó por el pánico financiero desatado por el estallido de la guerra. Sin embargo, varios economistas de la época como John Maynard Keynes, así como altos funcionarios del Tesoro británico, también atribuyeron el descalabro en la City a las acciones de

los grandes bancos comerciales ingleses. Estos intentaron aprovechar la situación y buscaron salvarse a expensas de sus competidores privados tradicionales, entre los cuales se contaban los prestigiosos "merchant banks", que conformaban el consejo del Banco de Inglaterra.[65] El economista historiador Marcello de Cecco exploró los archivos británicos para recoger los fascinantes debates que tuvieron lugar entre políticos y banqueros londinenses de aquellos años.[66] Del 3 al 6 de agosto de 1914 (días críticos), el canciller del Tesoro, Lloyd George, convocó a todos los actores financieros así como a representantes de la industria y del alto comercio inglés a una serie de conferencias de primer nivel. El gobierno ofreció un apoyo concreto a los bancos comerciales que los ayudaría a paliar la situación mediante el suministro de 25 millones de libras esterlinas, esto les permitía cubrir las demandas de pagos a corto plazo de gran parte de sus clientes. Al mismo tiempo, se resolvió no abandonar la convertibilidad de la libra esterlina, con lo que se salvó el patrón oro en Inglaterra, aunque ya estaba herido de muerte en gran parte del resto del mundo.

Al estallar la guerra, también se produjo una crisis en Estados Unidos. El 31 de julio, el secretario del Tesoro, William McAdoo, cerró la bolsa de Nueva York porque temía una retirada masiva de inversiones extranjeras, lo que hubiera implicado una exportación desorbitada de oro desde Nueva York a Europa. El 3 de agosto, McAdoo aumentó drásticamente la emisión monetaria y ofreció apoyo del Tesoro a los principales bancos americanos a fin de asegurar la ampliación de las líneas de crédito. Su objetivo consistía en evitar un descalabro parecido al de 1907. Además, el enérgico secretario del Tesoro resolvió asegurarse de que las hostilidades no perjudicaran en exceso el comercio internacional del país. Con el objetivo de garantizar el sostenimiento de las expor-

taciones de granos y de algodón a Europa, puso en marcha una cobertura gubernamental para contratos anticipados de cientos de barcos mercantes y luego estableció el Bureau of War Risk Insurance, que apuntaló el dólar en las transacciones comerciales internacionales.

Por otra parte, McAdoo estaba empeñado en sostener el patrón oro, ya que consideraba que abandonarlo podía debilitar muy seriamente el dólar americano. Para defender la moneda era fundamental ratificar al Federal Reserve Bank, flamante banco central que aún no se había organizado, pese a haber sido autorizado por una ley del Congreso. El secretario del Tesoro actuó con vigor para inspirar confianza en la política monetaria y el 10 de agosto de 1914 nombró la primera Junta de Gobierno de la Reserva Federal. En opinión del economista e historiador William Silber, quien ha estudiado en detalle las acciones del secretario estadounidense, este episodio demuestra la importancia de contar con directivos gubernamentales y/o banqueros centrales con capacidad para tomar medidas rápidas y resolutas en momentos de crisis financieras contra las fuerzas negativas que amenazan con desencadenar una avalancha financiera y un colapso económico general.[67]

En el largo plazo, de acuerdo con Silber, las acciones de McAdoo contribuyeron a que se impusiera gradualmente la supremacía internacional del dólar y a que Estados Unidos se viera bastante pronto como una nueva potencia financiera. De hecho, hacia 1915 Nueva York comenzaba a competir con Londres como centro de las finanzas internacionales. Quizás, el evento que mejor simbolizaba este tránsito fue la emisión de la casa bancaria de J. P. Morgan de un gigantesco empréstito de guerra de 500 millones de dólares para los gobiernos de Francia y de

Gran Bretaña en octubre de 1915. A partir de ese momento, resultó claro que ningún otro país contaba con tantos recursos financieros como Estados Unidos. La libra esterlina ya tenía un formidable rival, que con el tiempo terminaría por desplazarla. Entretanto, el planeta entero estaba cambiado de forma irreversible. La Gran Guerra no sólo causó más de diez millones de muertes, sino también una radical modificación del escenario político mundial. No menos importante fue el hecho de que se había clausurado la *primera época de globalización financiera*.

Capítulo 2:

El colapso financiero de 1929: ¿Por qué hubo una gran depresión en los años 30?

Uno de los dones más preciados por los seres humanos es la posibilidad de predecir el futuro. Sin embargo, si la predicción es pesimista, de inmediato se acusa al visionario de ser una Cassandra. Así le ocurrió a John Maynard Keynes cuando publicó su ensayo *Consecuencias de la Paz* (1919), que luego se convertiría en un clásico. Allí auguró algunos de los problemas más acuciantes que habrían de contribuir al derrumbe financiero de 1929 y que serían el comienzo de la Gran Depresión de los años 30. En calidad de miembro de la delegación británica, Keynes asistió a la Conferencia de Versailles de 1919, reunión en la cual las principales potencias discutieron de qué manera planeaban reorganizar la Europa de posguerra y, en particular, cómo obligarían a Alemania a pagar reparaciones a los victoriosos aliados. Sin embargo, el gran economista inglés resolvió marcharse antes de que finalizaran las discusiones, ya que consideraba que los acuerdos abrían un camino que estaba minado y que Europa se dirigía hacia un futuro desastre político y financiero. No le faltaba razón.

En este capítulo trataremos de explicar por qué se produjo una de las mayores y más profundas crisis del capitalismo. El número de

Biblioteca Sapiens Historicus

libros, artículos y películas documentales sobre la Gran Depresión es legendario y las interpretaciones diversas. No hay duda de que aparte de las guerras mundiales, se considera que este evento fue la mayor convulsión económica del siglo XX. Esta gravísima y prolongada crisis tuvo como epicentros a Europa y a Estados Unidos, pero afectó de igual forma al resto del mundo. Se trató de un colapso global, aunque es importante tener en cuenta que se compuso de varias etapas y que tuvo efectos diferentes en cada país.

Dentro de la vasta literatura que discute las causas de la Gran Depresión existe consenso en que el legado de la Primera Guerra Mundial fue su antecedente fundamental, ya que este generó fortísimas contradicciones políticas en Europa durante la década del 20 que impidieron alcanzar un nuevo equilibrio. La política y las finanzas se entrelazaron de tal manera que crearon una secuencia de nudos gordianos casi inextricables. Esto se explica, en parte, por la complejidad de las tensiones y de las luchas sociales que tuvieron lugar en este periodo. El derrumbe de viejos imperios, como el austrohúngaro y el otomano, provocó un proceso de fragmentación política que desembocó en conflictos interétnicos. En otros casos, como el de Rusia, se produjo una profunda revolución que acabó con el antiguo régimen. A su vez, en los países de Europa occidental, las nuevas prácticas de sufragio universal y las crecientes movilizaciones sindicales contribuyeron a generar una mayor complejización de la vida política y parlamentaria. Todo esto dificultó la coordinación de medidas para intentar resolver los graves problemas económicos y monetarios propios de la posguerra. Pese a numerosos esfuerzos por lograr una efectiva cooperación internacional, ésta fue desplazada por políticas nacionalistas que acentuaron las tensiones. Las contradicciones de la diplomacia de Estados Unidos entorpecieron la salida del atas-

co europeo. Y a eso se agregó la fatal ilusión de que el retorno al patrón oro permitiría un regreso a la prosperidad prebélica.

En las páginas que siguen, repasaremos algunas de las hipótesis propuestas por economistas e historiadores para explicar aspectos financieros y monetarios que fueron los antecedentes fundamentales del estallido de la crisis mundial de 1929.[68]

De la guerra a la paz inestable: La crisis de 1920-1921

No cabe duda de que el fin de la Gran Guerra fue recibido con enorme alivio por todo el mundo, aunque una serie de eventos ensombrecieron los festejos. Tan mortífera como la lucha en las trincheras resultó la pandemia de influenza —también llamada "gripe española"—, que a partir de 1918 se difundió con increíble rapidez alrededor del planeta y mató a millones. Los expertos en epidemias todavía debaten sus orígenes. El virus transmitido es conocido científicamente como *Influenza A* y, al parecer, tiene algunas similitudes con la gripe aviar de nuestros días. En Gran Bretaña mató a 200.000 individuos y en Francia a cerca de 400.000 (en especial a soldados). Luego pasó a España que, como país neutral, no censuró los informes sobre la enfermedad: allí causó unas 300.000 muertes.[69] También impactó en Estados Unidos, donde se calcula que afectó a más de medio millón de personas en apenas un par de años, es decir, más de cuatro veces el número de soldados estadounidenses que murieron en la guerra.[70] En México se estima que mató a medio millón de personas entre 1918 y 1920, un número de bajas cercano al causado por la revolución (la cual estaba en su fase final después de casi diez años de combates).

Al mismo tiempo, tras el triunfo de la revolución bolchevique en 1917, estalló la guerra civil en Rusia. Esta duró tres años, provocó una gran mortandad y estuvo a punto de destruir la economía de ese vasto país. No menos devastadoras fueron las consecuencias del genocidio de más de un millón de armenios llevado a cabo por el gobierno y ejército otomano durante la Primera Guerra Mundial y continuado por las autoridades turcas entre 1918 y 1920, luego del colapso del imperio. Por último, debe recordarse que en la posguerra las circunstancias en Europa central, oriental y en los Balcanes también eran en extremo traumáticas y fueron consecuencia no sólo de la derrota alemana y la caída del imperio ruso, sino también del derrumbe del imperio austrohúngaro que generó un enorme desempleo y una cantidad extraordinaria de tensiones políticas y sociales en la zona. El propio Keynes argumentó en Versailles, y en su famoso ensayo, que era inhumano no proporcionar ayuda para la reconstrucción de Europa y para acabar con el hambre en esa región.

Tal conjunto de desastres ayuda a explicar por qué las guerras mundiales del siglo XX se han descrito como las más destructivas de la historia de la humanidad. Su capacidad demoledora alcanzó todos los ámbitos. Si nos limitamos al financiero, cabe afirmar que la Primera Guerra Mundial constituyó una crisis mayor, al menos para las naciones beligerantes. Marcó un corte tan radical que afectó profundamente el sistema nervioso de las economías de todos los países en guerra: los mercados de capitales, el sistema monetario, la banca, el crédito, el fisco y las deudas públicas y privadas. En pocas palabras, podría afirmarse que el capitalismo clásico dejó de funcionar en buena parte de Europa a partir de agosto de 1914 y fue reemplazado por un capitalismo de estado militarizado durante casi cinco años de mortal combate. Es

cierto que en otras partes del planeta, incluyendo Norteamérica, Latinoamérica, África, Oceanía y Asia Oriental, los cambios se dieron de manera menos drástica pero, aun así, el impacto de este conflicto fue mayúsculo.

Uno de los primeros síntomas de la dificultad que existía para establecer un nuevo equilibrio económico en la posguerra fue la gran inflación que se desató en buena parte del mundo entre 1919 y principios de 1920. Tres factores resultaron decisivos a la hora de provocar la volatilidad de los precios. En primer lugar, desde fines de 1918 los mecanismos de regulación del comercio y la producción que habían sido utilizados durante la guerra por todos los países beligerantes fueron desmantelados con una premura exagerada. El historiador inglés R. H. Tawney hizo hincapié en los efectos que esto tuvo en Gran Bretaña, pero lo mismo ocurrió en Estados Unidos, donde los controles militares sobre el abasto y precios de las materias primas se eliminaron en apenas seis meses.[71] En segundo lugar, esta desregulación se vio acentuada por la enorme demanda generada por miles de empresas en todos los continentes que se preparaban para el relanzamiento de la economía en épocas de paz y, en consecuencia, los precios de los bienes subieron como la espuma. En Europa continental, finalmente, la inflación también era el resultado del extraordinario aumento de la emisión monetaria experimentada durante la guerra y la inmediata posguerra; la circulación de una formidable masa de papel moneda empujó los precios hacia arriba.

Estos años se caracterizaron por un incremento en la demanda de productos primarios en Europa y Estados Unidos. A principios de 1920, los precios del azúcar, el café, la lana, la carne y los cereales alcanzaron niveles que eran un 200% más elevados que los de 1914. La bonanza tuvo efectos positivos (aunque pasa-

jeros) para las balanzas comerciales de Australia, Canadá, Latinoamérica e incluso Estados Unidos. Sin embargo, a mediados de 1920, el auge llegó a su fin y lo continuó una severa contracción comercial y financiera que desencadenó una brusca declinación de los precios de casi todos los productos de exportación, los cuales se desplomaron a los niveles que prevalecían antes de la guerra. En varios países monoexportadores, como Cuba, el derrumbe comercial fue tan fuerte que el sistema bancario y financiero quebró.

Una nueva crisis financiera estaba en ciernes. Después la caída de los precios registrada en mayo de 1920 en Estados Unidos, la junta de gobierno del banco central —el Federal Reserve Board— comenzó a flexibilizar el crédito con el objetivo de evitar un colapso financiero nacional autorizando préstamos a tasas de interés relativamente altas. Esta estrategia evitó que se produjeran pánicos bancarios en el país, aunque no impidió la deflación: un año más tarde, en junio de 1921, los precios al por mayor habían descendido más del 50%. De acuerdo con el historiador financiero Elmus R. Wicker las políticas adoptadas por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York y por el Banco de Inglaterra indicaban que sus directivos —Benjamin Strong y Montagu Norman— estaban conscientes de la singular capacidad que tenía este tipo de instituto para ampliar el crédito en épocas difíciles. Al mismo tiempo, la rigidez con la que manejaron la crisis demostró que ambos dirigentes eran de la opinión de que la deflación y las bancarrotas eran necesarias para "curar al paciente".[72]

Al no bajar las tasas de interés, los encargados del banco central de Estados Unidos provocaron una intensa deflación y una fuerte recesión en la segunda mitad de 1920 y el primer semes-

tre de 1921. Cabe suponer que no se dieron cuenta del error que habían cometido al mantener las tasas de interés altas porque la crisis resultó breve: de hecho, desde fines de 1921, la economía estadounidense volvió a entrar en un ciclo de expansión. Por consiguiente, y aunque resulte paradójico, la visión ortodoxa sobre cómo manejar una crisis —es decir, la no intervención de los bancos centrales— siguió vigente a lo largo del decenio de 1920, lo cual explica, en parte, la causa por la que volvió a aplicarse después del "crac" de 1929, esta vez con consecuencias mucho más graves.

En contraste con la deflación en Estados Unidos, las tendencias inflacionarias tuvieron su expresión más extrema en Europa central y en Rusia. La adopción de regímenes de libre flotación en 1919, tras el abandono de anclas monetarias (*pegged rates*), demostró ser un verdadero desastre. Tanto en Rusia como en los países del viejo imperio austrohúngaro, el aumento de la emisión por parte de los gobiernos desató extraordinarias inflaciones que debilitaron sus economías. En Austria y Hungría los precios subieron respectivamente 14.000 y 17.000 veces el nivel alcanzado al final de la guerra. En Polonia y Rusia, los precios saltaron a tasas escalofriantes, alcanzando más de 2 millones en el primer caso y 4 mil millones de veces en el segundo. En buena medida esto fue consecuencia de la gran baja en la producción de bienes a raíz del doble impacto de la revolución y la guerra civil.[73]

Pero fue en Alemania donde la hiperinflación tuvo el impacto más severo.[74] El gobierno alemán y el banco central, el Reichsbank, aceptaron una fuerte depreciación monetaria para evitar el pago de las cuantiosas reparaciones exigidas en Versailles. El desplome del valor del marco fue utilizado por el banco central para apuntalar el argumento de que no podían cubrirse las repara-

ciones en oro a Francia y Gran Bretaña sin provocar el hundimiento financiero de su país. Eventualmente, este rechazo habría de tener una humillante respuesta militar cuando Francia ocupó el Ruhr en 1923: su justificación fue que requería el pago de las reparaciones en especias, lo que podía lograrse, a su manera, con la apropiación de las minas de carbón y hierro de la región.

Las reparaciones y la hiperinflación alemana de 1922-1923

Es evidente que no existía un solo talón de Aquiles financiero en la Europa de principios del decenio de 1920 sino muchos, pero aquel que generó mayores problemas fue sin duda el tema de las reparaciones que debía pagar Alemania a los países que habían ganado la guerra. Estos pagos se convirtieron en el punto de controversia más difícil de resolver en cada reunión internacional y en cada coyuntura conflictiva. Ya en la Conferencia de Versailles había quedado de manifiesto el empeño de los aliados por imponer un fuerte castigo a Alemania en la forma de pagos y concesiones de propiedades.

Entre las principales demandas estaba la exigencia de que Alemania pagase una cantidad cercana a los 25 mil millones de dólares para cubrir las pensiones a las viudas y los soldados heridos durante la guerra. A esto se agregó el pago de aquellas deudas comerciales que las naciones aliadas habían acumulado a cambio de provisiones y abasto de municiones y armamento para enfrentar el largo conflicto. Keynes sacó un primer cálculo de la suma: 40 mil millones de dólares, lo que lo llevó a afirmar que, para cumplir, Alemania tendría que entregar más de 2 mil millo-

nes de dólares anuales durante el decenio de 1920 y aún más en la siguiente década. Era evidente que la economía alemana no podía afrontar esta deuda.[75]

No obstante, los dirigentes reunidos en Versailles en mayo de 1919 insistieron en ratificar lo que pronto fue calificado como "una paz Cartaginense". El más empecinado en castigar a los alemanes era Georges Clemenceau, jefe del gobierno francés, quien fue apoyado por el primer ministro británico, Lloyd George, en lo que se refería al reembolso de las enormes deudas comerciales contraídas a causa de la guerra. Por su parte, el presidente norteamericano, Woodrow Wilson, que había sido recibido con enorme entusiasmo a su llegada a Europa, consideraba necesario llegar a un acuerdo y accedió a las condiciones establecidas en el Tratado. La única resolución realmente positiva que tomaron los dirigentes reunidos en el Palacio de Versailles fue la creación de la Liga de las Naciones.

En Alemania, la reacción popular al Tratado fue de rechazo. El desafío más notorio se produjo el 21 de junio, cuando los oficiales y soldados de la marina alemana hundieron setenta barcos de guerra y más de cien submarinos para que los aliados no pudieran disponer de ellos. Esto reforzó la voluntad de castigo de los aliados, que insistieron en la cesión de colonias alemanas, la confiscación de muchas de sus inversiones extranjeras, el control sobre una sección importante de su marina mercante y la ocupación de gran parte de la zona del Rin, incluyendo la gestión de minas, tierras y la navegación del río. A partir del 7 de julio, cuando Alemania ratificó el Tratado, también se ejerció presión sobre sus antiguos aliados en la guerra, Austria y Bulgaria, que, en los meses siguientes, fueron obligados a firmar similares acuerdos de cesión de territorios y pago de reparaciones.

El gobierno alemán pronto comenzó a efectuar las transferencias anuales exigidas merced a una reorganización financiera interna que incluyó una serie de fuertes aumentos en los impuestos. Como resultado, durante una reunión en Londres en 1921, los aliados establecieron un nuevo calendario de pagos anuales de las reparaciones y unas condiciones algo menos onerosas: se estableció una cuenta total de pagos de 132 mil millones de marcos (31 mil millones de dólares). La suma era imponente para la época, pero menor a la exigida en un principio. Los pormenores de las reparaciones han sido discutidos en detalle en una amplia serie de trabajos históricos en los que las controversias y pasiones siguen quedando en evidencia.[76]

Después de que se publicaron los resultados finales del acuerdo de Londres y el enorme monto que se pagaría en concepto de reparaciones, el valor del marco alemán cayó de manera abrupta. A partir de entonces comenzó a producirse una secuencia de efectos perversos en la economía alemana, con aumentos bruscos de los precios de bienes y los salarios, con impactos en los tipos de cambio y el valor de la moneda. El historiador financiero Barry Eichengreen afirma: "Las reparaciones, en este sentido, fueron responsables en última instancia de la hiperinflación alemana".[77] El mismo autor cita una ilustrativa descripción de las angustiosas circunstancias cotidianas que se vivían en Alemania en aquellos años:

> Los comerciantes comenzaron a cerrar sus tiendas a mediodía, averiguaban la cotización del dólar, y volvían a abrir en la tarde con nuevos precios. De allí a calcular precios en moneda extranjera era un paso corto; hacia el verano, los tenderos ya no aceptaban marcos, primero en las zonas ocupadas, luego en el sur de Alemania y luego en todo el país.[78]

Como consecuencia de la hiperinflación, el gobierno alemán sufrió crecientes déficit, pero no pudo reducirlos ya que tuvo dificultades para estabilizar los gastos y llevar a cabo más reformas fiscales, a las que se oponían tanto las asociaciones de empresarios como los poderosos sindicatos de trabajadores industriales. En poco tiempo, el Ministerio de Finanzas germano se enfrentó a gravísimos problemas para pagar sus deudas internas y sobre todo las reparaciones en metálico, por lo que impulsó una emisión monetaria cada vez más acelerada. El resultado fue la alucinante hiperinflación de 1922-1923, época en la que los marcos alemanes llegaron a valer menos que el papel en el que se imprimían.

Los efectos sobre la economía y la sociedad fueron tan devastadores que, eventualmente, las autoridades políticas y financieras resolvieron que era necesario adoptar medidas radicales. En particular resultaba indispensable impedir que el gobierno recurriera a más emisión para cubrir sus gastos. En noviembre de 1923, las autoridades establecieron nuevas normas para las reservas monetarias y ajustaron el valor de la moneda a una tasa desopilante: 4.2 mil millones de marcos por dólar. A su vez, se cerró el grifo de préstamos del banco central para el gobierno. De igual importancia fue el hecho de que la inflación había destruido la deuda flotante del gobierno, la cual representaba más del 50% de la deuda pública.[79] El déficit público de inmediato se redujo y la inflación se paró en seco. Aun así, no fueron sólo razones técnicas las que hicieron que el plan tuviera éxito. Como señala Eichengreen, también "debe tenerse en cuenta que estas medidas de estabilización funcionaron porque se había logrado un acuerdo político-social que hacía factible y creíble la reforma fiscal".[80]

La hiperinflación alemana demostró de manera contundente que el pago de las reparaciones en metálico se había tornado extremadamente difícil. Una parte de los pagos seguiría efectuándose con mercancías —en especial acero y carbón— para Francia. Pero sin un arreglo financiero adicional, resultaba manifiesto que el gobierno alemán no cumpliría con las exigencias de los aliados. Eso implicaba que Francia no podría devolver sus deudas a Gran Bretaña y que ninguna de las naciones europeas estaría en condiciones de hacer lo mismo con Estados Unidos. En pocas palabras, quedaba cada vez más claro que Keynes había tenido razón cuando propuso en Versailles que la mejor solución consistía en que Estados Unidos cancelara los créditos adelantados a sus aliados durante la guerra por un valor de cerca 10 mil millones de dólares y que Gran Bretaña renunciara a la indemnización por buena parte de los aproximadamente 4 mil millones de dólares, en provisiones y municiones, que había hecho llegar a las naciones aliadas en el continente europeo durante el conflicto. Sin embargo, Washington no estaba dispuesto a tales sacrificios.

La necesidad de equilibrar las finanzas y de apoyar los esfuerzos de reconstrucción de las economías europeas se convirtió en un tema tan apremiante que el gobierno de Estados Unidos decidió nombrar una comisión de evaluación de reparaciones encabezado por el general Charles G. Dawes, que debía preparar un informe que sirviera como base para un nuevo acuerdo internacional. El plan Dawes de 1924 autorizó una reducción dramática de los pagos del gobierno alemán, con lo que el servicio anual quedó en cerca de una décima parte de lo planeado en 1921 en Londres. A su vez, se puso al banco central, el Reichsbank, bajo la supervisión de los aliados. Para asegurar su éxito, el plan se

acompañó con la emisión de un gran empréstito para el gobierno germano que fue colocado por los banqueros de Nueva York por un valor de 800 millones de marcos. Con estos fondos, el tesoro alemán pudo renovar los pagos de sus deudas en metálico. De esta forma, y paradójicamente, como ha argumentado el historiador Stephen Schucker, fueron los mercados financieros norteamericanos los que financiaron las reparaciones alemanas a los aliados europeos con la colocación de una cadena de préstamos adicionales durante la segunda mitad de la década de 1920.[81]

El regreso al patrón oro: 1925-1928

Después de la ratificación del plan Dawes en 1924, las condiciones para un posible regreso al patrón oro a escala internacional mejoraron sustancialmente. A principios del decenio sólo estaban en el patrón oro Estados Unidos, Cuba, Nicaragua, El Salvador, Panamá (sujetos a la influencia del poderoso vecino del norte) y México. En 1923 Austria adoptó el mismo régimen monetario y al año siguiente lo hizo Alemania. Pero en especial en 1925 la tendencia se tornó irreversible con el regreso al patrón oro de Gran Bretaña, seguida por Australia y Sudáfrica y, al poco tiempo, por Bélgica, Holanda, Hungría y luego Francia en 1926.

Hacia fines de la década ya había cerca de cincuenta países que habían regresado al club del oro, aunque no era idéntico al régimen previo a 1914. Ahora, los bancos centrales podían acumular reservas en oro o, alternativamente, en monedas extranjeras que fueran convertibles. Los dólares y las libras esterlinas eran las monedas más confiables para estos propósitos. Se trataba, por consiguiente, de lo que se ha denominado el "patrón de cambio

oro" (*gold exchange standard*) y se mantuvo en la mayor parte del mundo hasta el estallido de la Gran Depresión.

¿Qué explica el regreso al oro como ancla de las monedas? Los historiadores financieros enfatizan que este retorno estaba impulsado por el deseo generalizado de estabilizar las economías europeas. Pero como señala Kenneth Mouré en su libro *The Gold Standard Illusion*, no era simplemente una cuestión técnica.[82] Se trataba de una idea poderosa que parecía prometer el regreso al orden de la *belle époque* (anterior al estallido de la guerra). Para el gran público y también para las elites políticas y económicas, su restablecimiento apelaba a una fuerte nostalgia por un mundo que había desaparecido entre el humo y los gritos de una prolongada y brutal contienda.

En el plano práctico, sin embargo, el regreso al patrón oro requería acuerdos políticos que permitiesen reducir los déficit y acabar con la inflación, lo que tendería a fortalecer las monedas y a reducir la volatilidad en las tasas de cambio. Se confiaba en que esto podría generar más confianza en los inversores domésticos para adquirir deuda pública a largo plazo y que también atraería capitales de afuera. A pesar de la progresiva reducción de las deudas a corto plazo, en algunos países las reformas fueron muy complicadas. En parte esto se debía al enorme peso de las deudas públicas heredadas de la guerra. Entre los inversores seguía existiendo una considerable incertidumbre acerca de la capacidad de pago de los gobiernos y de la voluntad de impedir un regreso a las políticas inflacionarias. En 1927, por ejemplo, en Francia el servicio de la deuda absorbía el 44% de los gastos del gobierno.[83] En cambio, en Alemania la mayor parte de la deuda pública había sido liquidada por la hiperinflación, situación que resultaba chocante para las autoridades francesas que insistían en que

sus vecinos bien podían aumentar sus pagos por reparaciones dado el relativo equilibrio de sus presupuestos.

En tanto Francia era el país europeo que cargaba con la mayor deuda pública en relación con la riqueza nacional, no es extraño que siguiera lidiando con problemas monetarios, lo que desembocó en una tremenda inflación que alcanzó la amenazante cifra del 350% en junio/julio de 1926. La presión por estabilizar las finanzas públicas se hizo ineludible. Se logró cuando una nueva coalición política liderada por Raymond Poincaré alcanzó el poder a fines de julio, en medio de la crisis monetaria. El nuevo primer ministro aplicó un programa de austeridad y de equilibrio presupuestal. Seis meses más tarde, la confianza había regresado, el franco se había fortalecido y el Banco de Francia estaba situado con solidez en el régimen del patrón oro.[84]

Pero no fue sólo en Europa donde se impuso un regreso al oro. En los países de la periferia, esta tendencia también cobró fuerza. En los territorios del viejo imperio británico, Australia, Canadá y Sudáfrica, se mantuvieron políticas monetarias que seguían contando con la libra esterlina como una especie de ancla, con lo que se apegaban a los lineamientos del patrón cambio oro.

En Latinoamérica, por su parte, triunfó la *diplomacia del dólar*. La contratación de una serie de empréstitos en Nueva York, desde 1923 en adelante, permitió la entrada de gran cantidad de dólares a las arcas de los gobiernos y bancos regionales. Los flujos de capitales hacia Latinoamérica fueron similares en volumen a los préstamos para Alemania y otros países europeos. Desde 1922 y hasta 1928, los banqueros de Wall Street colocaron algo más de mil millones de dólares en bonos latinoamericanos entre inversionistas de Estados Unidos.[85] La acumulación de una buena can-

tidad de reservas en una moneda convertible a oro daba respaldo a las monedas locales: de allí que la mayoría de los gobiernos latinoamericanos también pudieron adoptar el *patrón de cambio oro* en los años 20.

No es de extrañar, en consecuencia, que ésta fuera la primera época en que se contrataron expertos financieros de Estados Unidos para ayudar a diversos países de la región a reorganizar sus sistemas de finanzas públicas y facilitar el regreso al patrón oro. Además, con estas políticas se esperaba seguir contando con el visto bueno de la gran banca de Nueva York. El más famoso de estos expertos fue Edwin Kemmerer, un profesor de economía de Princeton, quien llegó a ser conocido como el "*international money doctor*". Kemmerer encabezó misiones financieras a Colombia (1923), Guatemala (1924), Chile (1925), Ecuador (1926-1927), Bolivia (1927) y Perú (1931), llevando consigo a reducidos equipos de expertos. Su legado más duradero fue la creación de bancos centrales en todos los países andinos, que se establecieron según las normas del Federal Reserve Bank de Nueva York. Por lo general, las misiones recomendaban sistemas de contabilidad pública más modernos y que los presupuestos fuesen cuidadosamente balanceados. El profesor de Princeton también insistía con que se mantuvieran suficientes reservas en metálico para sostener la convertibilidad al oro u otras monedas fuertes, como el dólar o la libra esterlina.[86] Políticas similares se adoptaron en el caso de México (que ya estaba en el patrón oro), donde en 1925 se estableció el banco central. Los casos de Brasil y de la Argentina fueron diferentes, porque ya contaban con instituciones bancarias y monetarias de trayectoria: tanto el Banco do Brasil como el Banco de la Nación Argentina (ambas instituciones colosales en tamaño) tenían importantes reservas en oro.[87]

La nueva racha de empréstitos latinoamericanos demostró que Nueva York estaba desplazando a Londres como centro financiero internacional. Pero cabe preguntar ¿por qué necesitaban respaldo los países latinoamericanos? Sus objetivos no consistían simplemente en regresar al patrón oro, sino sobre todo en cubrir el pesado servicio de sus cuantiosas deudas externas, que habían sido contratadas en su mayoría en Europa antes de 1914 y que seguían vigentes. Para asegurar el pago de intereses, los gobiernos de la Argentina, Brasil, Chile y demás naciones latinoamericanas contrataron nuevos préstamos en los años 20 con los banqueros neoyorquinos y así refinanciaron las viejas deudas que estaban en manos de inversores en Inglaterra, Francia, Alemania, Bélgica y Holanda.

Estos flujos resultaron cruciales para el sostenimiento de los intercambios comerciales y financieros del triángulo formado por Latinoamérica, Europa y Estados Unidos. Su importancia fue reconocida por los propios banqueros. Un alto funcionario de la casa financiera Seligman Brothers de Nueva York explicó la vinculación entre las deudas europeas y los préstamos norteamericanos a Latinoamérica de la siguiente manera:

> Sucedió, después de la guerra [de 1914-1918], que Inglaterra, Francia y otros países europeos tenían que pagar por un gran excedente de importaciones de Estados Unidos. ¿Dónde podían hallar los dólares necesarios? Los obtuvieron principalmente de Sudamérica y de otros lugares en donde habían invertido capital... utilizando las remesas de ganancias... para reembolsar a Estados Unidos por un exceso de importaciones de este país y también para cubrir los pagos de la deuda de guerra... Nosotros prestábamos el dinero a Latinoamérica y así los europeos con-

seguían dólares para pagarnos a nosotros... Era un movimiento triangular.[88]

El auge bursátil internacional de los años 20

La nueva estabilidad monetaria se reflejó en una creciente recuperación del crédito bancario (a escala nacional e internacional) y en un renovado dinamismo de las bolsas desde mediados de los años 20 en Europa y Estados Unidos. A su vez, el incremento del comercio internacional sugería que se estaban generando condiciones propicias para una nueva globalización. Esta tendencia se vio reforzada por la expansión de tempranas empresas multinacionales, en especial estadounidenses, británicas y alemanas. Recordemos que esta fue una etapa de fuerte crecimiento e innovación tecnológica en las industrias eléctrica, química, petrolera y automotriz. En Estados Unidos, se llegaron a vender más de cuatro millones de automóviles cada año en 1927 y 1928. También fue una época de arranque de ciertas industrias de bienes de consumo duradero —heladeras, lámparas, tocadiscos—, todos dependientes de la expansión de las redes eléctricas. Hay que recordar además que durante esos años se produjo el despegue de nuevas y muy populares industrias de entretenimiento, entre las cuales se destacaban las industrias de la radio y el cine.

Pronto, el entusiasmo por el renovado impulso industrial y comercial inyectó confianza en las inversiones en la bolsa e incluso despertó algunas burbujas especulativas. El lema de la época era enriquecerse rápidamente: *get rich quick*. En la imaginación popular contemporánea, Charles Chaplin fue quizás el artista que

mejor retrató el ambiente que generó esta poderosa ilusión en su película *The Gold Rush*, realizada en 1925. La propaganda de gobiernos y bancos centrales acerca de las ventajas del retorno al patrón oro tuvo efectos profundos: se había asociado no sólo con una nueva estabilidad económica sino también con los deseos de hacerse rico. La genial obra de Chaplin captó los sueños de la época de manera extraordinariamente perceptiva e irónica.

Es muy conocido el auge que vivió Wall Street en este periodo, pero un fenómeno similar —aunque más atenuado— se produjo en otros mercados financieros. La City de Londres pronto recuperó su papel como centro fundamental para el crédito comercial a corto plazo, en especial en transacciones de comercio internacional. A su vez, la bolsa inglesa volvió a prosperar por el crecimiento de las inversiones en grandes empresas industriales británicas. Al mismo tiempo, Londres seguía recibiendo dividendos de las viejas y cuantiosas inversiones británicas en el exterior.[89] Estas entradas de capital hicieron posible sostener las relaciones financieras con sus socios tradicionales del viejo imperio: Canadá, Australia, Sudáfrica y la India, aunque estos ya contaban con mercados de capitales propios, cada vez más dinámicos.

La Gran Guerra había golpeado con dureza al mercado financiero de París, especialmente por las pérdidas sufridas en sus inversiones extranjeras. Antes de 1914, los inversores franceses colocaron ingentes cantidades de ahorros en bonos y acciones en el imperio Ruso, el Otomano y en México, pero después de 1918, y como consecuencia de la caída de los viejos imperios y de la debacle financiera de la revolución mexicana, se suspendieron los pagos. Sin embargo, a partir de 1925 en adelante se fueron recuperando los bancos comerciales y de inversión franceses que demostraron disfrutar de una sorprendente solidez, y volvieron a

explorar opciones de expansión sobre todo en la propia Francia, en los países escandinavos y en Europa oriental.[90]

Las bolsas de Bruselas y Ámsterdam también experimentaron un periodo de auge después de la adopción del patrón oro: ambos mercados financieros atrajeron dinero de inversores locales y centroeuropeos. En el caso de Bélgica, los años de 1924 a 1928 fueron de consolidación y fusión de grandes empresas químicas, metalúrgicas y de seda artificial, así como de expansión de los *trusts* de tranvías eléctricos (que establecieron verdaderos imperios internacionales) y de numerosos bancos, empresas comerciales y explotaciones mineras con intereses en el Congo Belga. Por su parte, en Holanda se produjo un desarrollo mundial de firmas como Philips —de productos eléctricos y de línea blanca— y la petrolera Shell, que se acompañaron con inversiones rentables en plantaciones y minas en sus colonias, en particular en Indonesia.

Tampoco resultó despreciable el renovado auge de los mercados de Berlín y Frankfurt. La reconstrucción industrial germana atrajo capitales domésticos y la mayor parte eran canalizados por grandes bancos universales como Deutsche, Darmsteder y Dresdner, los cuales habían sobrevivido a la guerra y seguían estando entre los más destacados del mundo. Empresas eléctricas como Siemens, las químicas como Bayer, y las metalmecánicas volvieron a adquirir un considerable dinamismo económico y, a pesar de los severos problemas heredados de la guerra y la inmediata posguerra, Alemania prometía convertirse de nuevo en una locomotora industrial.[91]

Pero por encima de todos los demás mercados, Wall Street fue el que experimentó el mayor auge entre 1922-1929. La expansión estuvo sustentada de manera importante por la emisión de

acciones y bonos de las dinámicas corporaciones norteamericanas, incluyendo firmas petroleras, acereras, automotrices, químicas y eléctricas. Los nombres General Motors, Ford, Dupont, Sears Roebuck, General Electric y otras tantas empresas se hicieron familiares para cualquier consumidor. De acuerdo con el historiador financiero Eugene White, estas firmas atrajeron buena parte de las inversiones, lo cual se refleja en el índice de Standard and Poor's (S&P), que sigue usándose hoy en día para evaluar el desempeño de las firmas de primera línea (véase Gráfico 2.1.).

Buena parte del debate entre los especialistas consiste en saber si este auge fue impulsado por un espíritu colectivo de tipo especulativo entre inversores y banqueros o si se basó en tendencias reales de la economía, que en la jerga bursátil se denominan "*fundamentals*". Eugene White señala que, en los años 20, la economía norteamericana estaba creciendo a tasas de más del 4% anual, con reducidos niveles de desempleo (cerca del 3,7%) y tasas de inflación muy bajas. Por lo tanto, había factores racionales que inducían a invertir en la bolsa, aunque esta fue alcanzando niveles insostenibles a causa de diversos factores. En primer lugar, se difundió una fuerte ilusión entre los inversores de que la ola de innovaciones tecnológicas no tendría fin. En segundo lugar, se multiplicaron los fondos de inversión en Nueva York (de 40 en 1921 a 750 en 1929), lo cual propició una expansión extraordinaria y peligrosa del crédito destinado a las operaciones especulativas en la bolsa.[92]

A pesar del auge de los mercados financieros, pronto se advirtieron señales de una futura crisis, en especial en Europa. El 13 de mayo de 1927, se produjo un desplome de la bolsa de Berlín. Para impedir una contracción de la economía internacional, varios de los principales banqueros centrales llegaron a un acuerdo a fin de

bajar las tasas de interés y ampliar la disponibilidad de crédito. Este ejemplo de cooperación internacional fue motivado por los acuerdos que pusieron en marcha Benjamin Strong, director del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, y Montagu Norman, director del Banco de Inglaterra, quienes lograron convencer a colegas de diversos países de la necesidad de actuar en conjunto.[93]

En agosto de 1928, y como consecuencia del colapso del imperio industrial del empresario Alfred Lowenstein, se produjo una fuerte caída de la bolsa de Bruselas. La recuperación tardó meses y, una vez más, hacia principios de 1929 las cotizaciones en Europa tendieron a declinar a causa de varias bancarrotas que tuvieron lugar en Francia y que causaron el desplome de la bolsa de París. A lo largo del resto del año, los mercados financieros europeos estuvieron más bien deprimidos y, por consiguiente, se produjo una fuga de capitales a Nueva York con el objetivo de aprovechar el imponente auge bursátil en Wall Street, que seguía imperturbable a pesar de que el Federal Reserve Bank había aumentado las tasas de interés. El objetivo del banco central consistía en moderar la extraordinaria especulación, pero fracasó de forma rotunda, al tiempo que tendió a causar una contracción inicial del crédito para la economía real.

Los historiadores financieros han sostenido que el efecto de estas medidas fue contradictorio y que contribuyó a propiciar la recesión que siguió al "crac" de Wall Street. También hay consenso en que el marco restrictivo del patrón oro ejerció un impacto negativo sobre las tendencias económicas mundiales en tanto impulsaba a los banqueros centrales más ortodoxos a insistir en la acumulación de mayor cantidad de reservas en oro. En 1928, los dos protagonistas fundamentales en este terreno fueron la Reserva Federal de Nueva York y el Banco de Francia, ambos acérrimos

defensores del patrón oro. De hecho, entre Estados Unidos y Francia acumularon más del 60% de todas las reservas de oro del mundo y acentuaron las presiones sobre las balanzas de pagos de otros países que encontraban cada vez más dificultades para adquirir el oro que necesitaban para saldar sus cuentas. Esto obligó a numerosos bancos centrales a subir sus tasas de interés, lo cual contribuyó a que la restricción crediticia mundial ganara fuerza.[94]

Junto con la reducción del crédito bancario se produjeron señales de una inminente caída en el comercio internacional. Ya desde mediados de 1927 los prolegómenos de la crisis habían empezado a percibirse, por ejemplo, en Latinoamérica, donde se había producido una caída gradual de los precios de numerosos productos de exportación. Los precios del estaño que exportaba Bolivia comenzaron a descender a partir de 1927, y en 1928 cayeron un 25%. Los precios del petróleo, del cual dependían México y Venezuela, iniciaron su declive en 1927. Los precios del azúcar cubano y del algodón peruano descendieron un 20% entre 1928 y 1929. Esta incipiente recesión comercial tuvo efectos bastante extendidos y fue acentuada por la virtual y repentina suspensión de las exportaciones de capitales de Estados Unidos.[95] La reducción de las inversiones y créditos extranjeros fue, en buena medida, consecuencia de la absorción de los fondos en la especulación salvaje de la bolsa de Nueva York durante los primeros nueve meses de 1929.

EL "CRAC" DE WALL STREET EN 1929 Y SUS CONSECUENCIAS

A pesar de los indicios de una creciente inestabilidad en la economía mundial, el *jueves negro* (24 de octubre de 1929) de Wall

Street tomó por sorpresa a la mayoría de los banqueros, inversores y dirigentes políticos del planeta. Luego vino una caída aún más fuerte el 29 de octubre, cuando el mercado colapsó. Muy pronto comenzaron a derrumbarse las bolsas en otros países, en especial en Europa. Un corresponsal del periódico *La Última Hora* de Bruselas resumió algunos cables de Nueva York sobre el pánico en esos días fatídicos:

> Se dice que la baja en los valores de estos últimos días ha arruinado a más personas que el conjunto de todas las bajas de la bolsa de los últimos años. No se recuerda una debacle semejante. Se han perdido cerca de diez mil millones de dólares en pocas horas. Un gran número de millonarios han sido arruinados en poquísimo tiempo. Se creía que la situación se había estabilizado ayer, pero la nueva caída ha provocado desesperación... Se habla ahora de medidas gubernamentales para impedir una mayor depreciación de los valores americanos.[96]

A pesar de que a principios de 1930 se registró una ligera recuperación, la bolsa de Nueva York siguió cayendo durante varios años. Este colapso implicó una pérdida de riqueza colosal que afectó la confianza de los inversores. Al igual que en la actualidad, entonces se discutía cuál podía ser el efecto a largo plazo de la reducción de los precios de los valores (*asset prices*). Sabemos que en 1929 solamente un 2% de la población norteamericana invertía en la bolsa, pero era precisamente el sector con mayores posibilidades de impulsar el crecimiento de las empresas con sus inversiones. Si las compañías no podían vender acciones o bonos, sus posibilidades de crecimiento a largo plazo se verían reducidas de forma radical.

La segunda ola destructiva vino con las quiebras bancarias en varios países. Estas bancarrotas causaron una contracción del crédito y provocaron una baja en el consumo y una deflación muy acentuada, lo cual afectó a una gran cantidad de empresas no sólo en sus perspectivas de expansión sino en sus operaciones diarias. Se temía que si los precios seguían cayendo y se hundían más bancos, entonces todas las empresas —industriales, agrícolas, comerciales y de servicios— pronto se encontrarían en una situación crítica, ya que bajarían sus ganancias y, además, no podrían descontar letras de proveedores, adelantar pagos con crédito, depositar sus dineros con confianza y mantener sus transacciones habituales. De hecho, los pánicos y quiebras bancarios que se produjeron entre 1930 y 1933 desencadenaron una secuencia impresionante de suspensiones de pagos de miles de empresas en gran parte del mundo.

La reducción del crédito, a su vez, provocó una caída abrupta del comercio internacional. Entre 1928 y fines de 1932, el valor de las importaciones y las exportaciones mundiales se redujo en 60%.[97] Nunca antes en la historia del capitalismo se había producido una tendencia tan negativa en el comercio global. Todo esto contribuyó al proceso de deflación y con la caída de los precios vinieron más bancarrotas. Dicha situación pronto se transformó en una profunda depresión económica que sumió en la miseria a decenas de millones de hombres y mujeres tanto en los países industriales como en los no industrializados.

Durante largo tiempo, la mayor crisis de todos los tiempos (el "crac" de 1929 y la Gran Depresión) ha atraído la atención de especialistas y del público lector. Un libro clásico sobre el tema y el más citado durante largo tiempo pertenece al famoso economista canadiense John Galbraith: *The Great Crash of 1929*. Éste

traza la trayectoria de la bolsa de Nueva York día a día desde el auge de 1928 hasta el derrumbe en octubre de 1929 y luego sigue su evolución durante los meses posteriores. Más recientemente se ha realizado un gran número de trabajos históricos muy detallados sobre la evolución de los mercados de capitales en Estados Unidos, entre los cuales destacan los excelentes estudios de Eugene White, que analizan los altibajos que tuvieron lugar entre 1920 y 1929.[98]

Gráfico 2.1.

Comportamiento real de la bolsa
de valores de Nueva York 1920-1945
(promedio mensual de los valores diarios al cierre del índice S&P)



Nota: El índice S&P incluye las cotizaciones de las acciones de empresas estadounidenses líderes en sus respectivos sectores industriales. El índice S&P está deflactado por el índice de precios al consumidor para eliminar la distorsión provocada por la inflación de precios y mostrar su comportamiento en términos reales.
Fuente: Robert J. Shiller, "Stock market data", *Irrational Exuberance*. Princeton: Princeton University Press, 2005. http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm (consultado el 1 de octubre de 2009).

Pero más allá de los vaivenes extraordinarios de la bolsa, existe una multitud de preguntas acerca de por qué se produjo este desplome y porqué la peor crisis económica del capitalismo en el siglo XX, en época de paz, destruyó una gran cantidad de inversiones y dejó sin empleo a decenas de millones de personas. Las incógnitas sobre los orígenes, las causas y las consecuencias de esta convulsión han generado una rica literatura histórica, económica, social y política.

Estos interrogantes, explorados por economistas e historiadores, son de gran interés para comparar sus repuestas con los análisis realizados sobre la gran crisis contemporánea de 2008-2009. ¿Cuál fue la causa del desplome de la bolsa? ¿Puede definirse esencialmente como una crisis bursátil o debe catalogarse como un conjunto de pánicos bancarios? ¿La recesión de la economía arrancó antes de la debacle financiera o fue una consecuencia? ¿Qué papel jugó la política monetaria y la de los directivos del Federal Reserve (y otros bancos centrales) a la hora de provocar la crisis o de impedir su resolución? ¿Por qué fue tan larga la Gran Depresión y por qué fue mundial?

Dada la importancia y el peso de la economía de Estados Unidos, muchas interpretaciones se han centrado en los posibles errores en la previsión y la respuesta a la crisis en ese país. Quizás el estudio analítico y empírico más influyente sobre las causas monetarias del colapso económico en Estados Unidos durante 1929-1932 fue el realizado por los economistas Milton Friedman y Anna Schwartz en su magna obra sobre la historia monetaria de ese país.[99] Ellos argumentaron que los directivos de la Reserva Federal fueron los mayores culpables del colapso. De acuerdo con su interpretación, los funcionarios financieros no habían anticipado adecuadamente la naturaleza del *boom* bursátil pero, sobre todo,

no supieron extender el crédito de manera masiva a los bancos a partir del momento en que existían indicios de una posible recesión fuerte. En pocas palabras, no aplicaron medidas anticíclicas que, en este caso, implicaban poner en marcha un aumento de dinero por parte del banco central para dar liquidez a todos los sectores económicos y evitar la reducción de la actividad productiva y las posibles quiebras. En suma, los directivos de la Reserva Federal demostraron que no sabían lo que debe de hacer un banco central en tiempos de crisis sistémica y por ello llevaron a Estados Unidos a la Gran Depresión.

Otros economistas contestaron a Friedman y argumentaron que las cosas eran más complicadas, ya que las causas del hundimiento también se relacionaban con una caída en el consumo y con debilidades propias de la economía industrial norteamericana. En varios trabajos muy citados, Peter Temin ofreció una síntesis de los argumentos centrales de este enfoque que presta atención a varios factores.[100] Un elemento que contribuyó a socavar la economía fue la caída de la construcción de viviendas en la segunda mitad de la década del 20. Otro fue la baja en los precios agrícolas que afectó una vasta cantidad de personas en Estados Unidos en tanto seguía siendo un país en el que casi la mitad de la población estaba asentada en pueblos rurales. Antes del "crac" se produjo además una reducción en la actividad de ciertos sectores industriales importantes. Todo esto se reflejó en una caída de los ingresos —salarios y ganancias— con un paralelo descenso del consumo. De acuerdo con esta interpretación, cuando estallaron los problemas financieros, el conjunto de estas debilidades hizo virtualmente imposible la recuperación.

Pero estas dos escuelas no constituyen las únicas corrientes a la hora de analizar "el mayor derrumbe económico de la histo-

ria", como denominó Temin a este periodo, sino que se sumaron diversos macroeconomistas interesados en buscar una explicación al "gran enigma". Entre ellos se cuenta Ben Bernanke, actual director de la Junta de Gobierno de la Reserva Federal de Estados Unidos, quien en su libro *Essays on the Great Depression* 2000) realizó un estudio detallado de la compleja relación que existía entre el crédito, la moneda y la economía en los años de 1929 a 1933. Él sostuvo que resultaba importante explorar si era posible reconciliar los argumentos que enfatizaban la caída en la demanda (consumo) con aquellos que prestaban más atención a los problemas de la oferta (en este caso, oferta de dinero). Señaló que, debido a las debilidades del sistema financiero, se contrajo el crédito, lo que comprimió la demanda de bienes y, en sus palaras, "ayudó a convertir lo que era una severa recesión en 1929-1930 en una depresión prolongada". [101]

Otra destacada analista de la Gran Depresión es Christina Romer, actual directora del Consejo de Asesores Económicos de la administración del presidente Barack Obama, quien ha argumentado en diversos trabajos de corte histórico que existía una relación directa entre el desplome de la bolsa en 1929 y el aumento súbito de la incertidumbre que afectó tanto a los empresarios como a los consumidores en sus proyecciones del futuro. Para los empresarios, la inseguridad de las perspectivas económicas les hizo reducir sus inversiones y, en el caso de los consumidores estadounidenses, las noticias de la persistente volatilidad en la bolsa de Nueva York tuvieron un impacto negativo en su confianza y provocaron una reducción de las compras a nivel nacional que afectó a todas las industrias. [102] Las tendencias mencionadas llevaron a la contracción de la economía, que sufrió aún más con la impresionante serie de

pánicos y quiebras bancarias. Las primeras señales preocupantes acerca del debilitamiento del sistema bancario en Estados Unidos se produjeron a raíz del colapso de unos 600 bancos en regiones del sur y del medio oeste de ese país entre noviembre y diciembre de 1930, circunstancia que estuvo a punto de provocar un pánico financiero a nivel nacional. Luego vinieron las crisis bancarias de la primavera y el otoño de 1931, el gran pánico bancario en Chicago en enero de 1932 y, finalmente, el colapso bancario en varias regiones que se extendió desde septiembre de 1932 hasta el 6 de marzo de 1933.[103] En esta última fecha, la nueva administración del presidente Franklin Delano Roosevelt declaró un feriado de cuatro meses en la actividad bancaria de todo el país, lo que permitió revisar las cuentas del conjunto de las instituciones financieras para determinar cuáles eran lo suficientemente sólidas para volver a abrir sus puertas a los clientes.

¿Por qué se produjeron tantos y tan graves descalabros en el sector bancario estadounidense? Conviene recordar que este sistema era el más grande pero también el más desconcentrado del mundo. Hacia 1929 existían casi 24.000 bancos en esa nación y la inmensa mayoría eran firmas pequeñas de pueblos rurales. Los historiadores económicos han demostrado que muchos bancos locales ya se habían debilitado a raíz de una prolongada crisis agrícola que tuvo lugar en los años 20. A esto se agregaron otros factores, como la caída de los precios, las pérdidas en los mercados de capitales, las quiebras y la reducción de la producción industrial y del comercio entre 1930 y 1933. Al final, suspendieron pagos cerca de 10.000 bancos, aunque debe observarse que sobrevivieron dos terceras partes de las empresas financieras americanas, entre ellas casi todas las grandes firmas de Nueva York.[104]

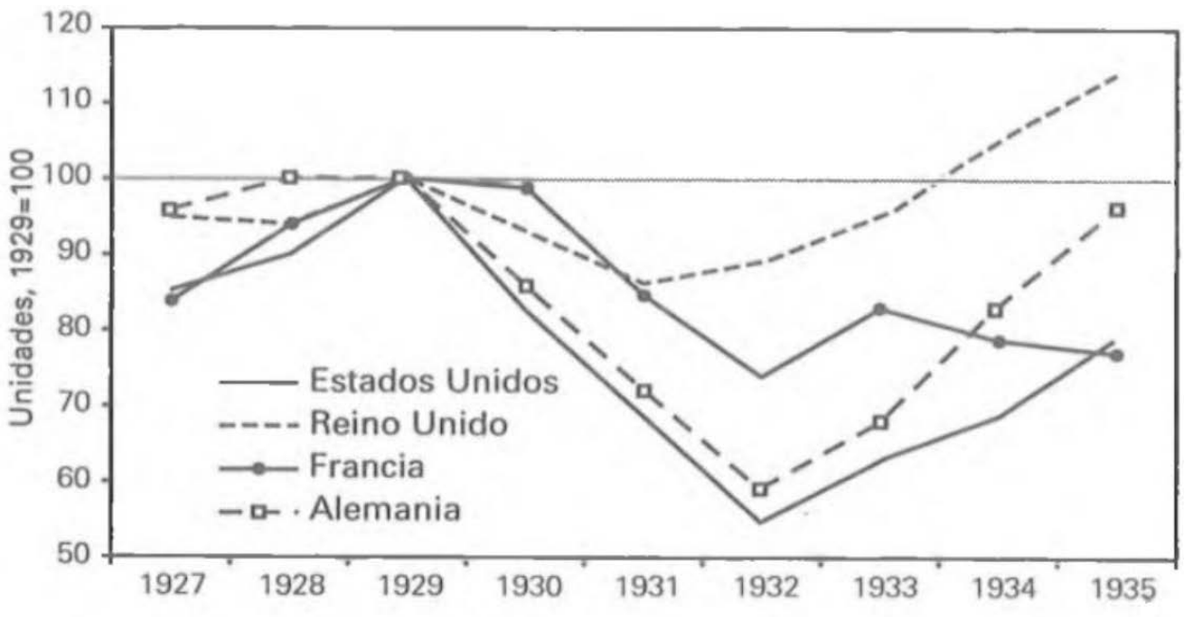
Pero las crisis bancarias no fueron exclusivas de Estados Unidos.[105] El eslabón más débil de la estructura bancaria internacional se encontraba en Austria y Alemania. La crisis explotó allí en mayo de 1931, cuando el gran banco Creditanstalt de Viena se declaró en quiebra. La importancia de esta institución consistía en que era un enorme banco de inversión que tenía grandes paquetes de acciones en dos terceras partes de las mayores empresas industriales del país.[106] De hecho, su fortaleza había sido un factor clave en la recuperación de la economía austriaca en los años 20. Pero su derrumbe fue una catástrofe. La desconfianza se extendió entonces a Alemania, donde provocó pánicos bancarios, retiros de depósitos y una fuga de capitales que implicó una pérdida de 2 mil millones de marcos para el banco central de Alemania, el Reichsbank, entre mayo y junio de ese año. De acuerdo con el historiador Theo Balderston, en Alemania se experimentó una crisis doble: de tipo monetario y de tipo bancario, que colocó a las finanzas del país en situación acuciante.[107] El 6 de junio de 1931, el canciller Brüning declaró que Alemania ya no estaba en condiciones de continuar pagando las reparaciones.

Estas noticias agudizaron la crisis bancaria germana y, el 1 de julio, uno de los mayores bancos comerciales, el Danatbank, cerró sus puertas. Siguió una reunión privada de los principales banqueros alemanes en la que se dice que se insultaron y acusaron mutuamente del desastre. Al parecer, los directivos del Danat se negaban a fusionarse con el Dresdner Bank y tampoco se logró una asociación con el Deutsche Bank. En este punto, estalló el pánico generalizado y los clientes en toda Alemania corrieron a los bancos a retirar sus depósitos.[108] No hubo otra alternativa que cerrar las entidades y declarar un feriado bancario que duró tres semanas.

Mientras las finanzas y los bancos se debilitaban a escala internacional, el proteccionismo y el nacionalismo económico ganaban espacios con rapidez. En Estados Unidos se ratificaron tarifas cada vez más altas sobre los productos importados desde 1930, y muchos otros países siguieron este ejemplo. Para la mayoría de los historiadores económicos, la adopción de políticas de proteccionismo a ultranza fue una de las causas determinantes de la caída abrupta del comercio internacional entre 1929 y 1932.[109] De hecho, no fue sino hasta que este comercio se recuperó que los principales indicadores económicos de los países industriales volvieron a ser positivos, señalando un proceso de recuperación (véase Gráfico 2.2.).

Gráfico 2.2.

Impactos internacionales de la Gran Depresión.
Índices de producción industrial, 1927-1935 (1929=100)



Fuente: OEEC. *Industrial Statistics, 1900-1957.* París: OEEC, 1958, cuadro 2.

FRACASO DE LA COOPERACIÓN INTERNACIONAL Y ABANDONO DEL PATRÓN ORO

Algunos autores sostienen que si se hubiera producido una mayor colaboración entre los gobiernos y los bancos centrales de los diferentes países quizá hubiera sido posible evitar algunas de las quiebras y estabilizas la situación. Sin embargo, el historiador financiero Barry Eichengreen ha demostrado en una gran obra de reinterpretación que fue precisamente la existencia y el apego al patrón oro y a las políticas monetarias ortodoxas lo que hizo inflexible el menú de opciones para responder a la crisis en casi todos los países.[110] Al menos en el inicio, la rigidez en el manejo de la emisión y la falta de flexibilidad de los bancos centrales para ampliar la disponibilidad de crédito fueron el rasgo común. Sólo cuando algunos países comenzaron a abandonar el patrón oro y a devaluar sus monedas resultó posible modificar los factores de la ecuación.

En casi todas las naciones, entre 1930 y 1931 se produjeron fugas de capitales y retiros de depósitos en metálico, lo que minó seriamente a los bancos centrales, que eran considerados los guardianes de las reservas monetarias en los respectivos países. En el caso de Gran Bretaña, una de las economías más abiertas del mundo, el mercado cambiario londinense había comenzado a resquebrajarse hacia finales de julio de 1931 bajo la presión de una voluminosa fuga de capitales. Entonces, el Banco de Inglaterra tomó una decisión que tendría amplísimas repercusiones internacionales: el 21 de septiembre abandonó el patrón oro. Esta medida marcó el fin de una época monetaria.

Otros 21 países pronto siguieron el ejemplo británico, mientras que los gobiernos de 30 naciones establecieron controles de

cambios. A pesar de las sombrías predicciones que aseguraban que la salida del patrón oro provocaría un desastre, ocurrió lo contrario. Como han argumentado de manera muy convincente Eichengreen y otros economistas, las naciones que salieron pronto del patrón oro lograron una recuperción económica más temprana. Entre ellos, como veremos, se incluyeron varios países latinoamericanos, los cuales efectivamente alcanzaron un repunte importante a partir del año 1932. Los países escandinavos también consiguieron salir de la recesión con prontitud. El caso de España era especial, ya que no era miembro del club del oro y, por ello, el gobierno de la Segunda República (1931-1936) dispuso de cierta flexibilidad institucional en su política monetaria; no obstante, sus ministros de finanzas mostraron mucho apego a la ortodoxia y a la estabilidad del valor de la peseta. De hecho, los países que se mantuvieron dentro del viejo régimen tendieron a experimentar muchos más problemas para salir del atolladero. Estados Unidos siguió aferrado al oro y, al igual que Francia y Bélgica (que se mantuvieron en el mismo patrón hasta 1936), experimentó una recuperación menor y más lenta. Como se puede observar en el Diagrama 2.1., el abandono del patrón oro se había iniciado en 1929 pero se aceleró después de 1931.

Diagrama 2.1.

Fin del patrón oro de entreguerras



Nota: Entre paréntesis se indica el año de salida del patrón oro o, alternativamente, patrón cambio oro.
Fuente: Elaboración propia con base en Lawrence Officer, "Gold Standard", en *EH.Net Encyclopedia*, editada por Robert Whaples, 26 de marzo de 2008, http://eh.net/encyclopedia/article/officer.gold.standard (consultada el 1 de octubre de 2009), y en Barry Eichengreen, *Golden Fetters. The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*. Oxford: Oxford University Press, 1996, pp. 188-191.

Las notables divergencias que existían en las políticas monetarias de las principales potencias económicas del mundo indican el grado de dificultad que existió desde los primeros años de la debacle para que se pudieran discutir y ratificar acuerdos que permitiesen alcanzar un grado razonable de cooperación a fin de superar la crisis. En efecto, no sería hasta 1932 que comenzó a plantearse la celebración de reuniones internacionales para discutir estrategias para enfrentar las consecuencias de lo que ya era una depresión económica mundial. El contraste con nuestra época es notable: los dirigentes de la Unión Europea y del G-20 se reunieron con gran rapidez y plasmaron acuerdos preliminares, tanto en el otoño de 2008 como en la primavera de 2009, esto es, a los pocos meses de los derrumbes bursátiles y bancarios.

Recién en 1931, y a raíz del pánico bancario en Alemania —casi dos años después del estallido de la crisis—, las potencias resolvieron intentar alguna coordinación financiera. El 20 de junio, el presidente norteamericano, Hebert Hoover, decidió establecer una moratoria de un año sobre todas las deudas interaliadas para reducir la presión sobre Alemania. Casi inmediatamente comenzaron los preparativos de una conferencia económica internacional que se celebraría en 1932 con el objetivo de salvar a los bancos europeos y, en particular, a las instituciones crediticias alemanas. Las principales potencias se reunieron en Lausanne, Suiza. Los países que eran acreedores de Alemania renunciaron a cobrar la mayor parte de las deudas o indemnizaciones de guerra ratificadas originalmente por el Tratado de Versailles. Este fue el motivo por el que el valor nominal de las reparaciones alemanas se redujo de 31 mil millones de dólares a menos de mil millones. En contrapartida, los países europeos que habían renunciado a cobrar las deudas de guerra alemanas exigían ahora a Estados Unidos que los relevaran de sus obligaciones financieras. Las llamadas "deudas aliadas" (que también se habían originado con la Gran Guerra) sobrepasaban los 10 mil millones de dólares. De este total, un 42% era adeudado a Estados Unidos por Gran Bretaña, un 34% por Francia, un 16% por Italia y un 4% por Bélgica.[111] Bajo grandes presiones, las autoridades financieras de Estados Unidos aceptaron concederles un periodo de gracia de un año.

Los políticos de Washington creían haber actuado con generosidad para salvar la estructura financiera internacional del colapso, pero también esperaban que el sacrificio fuera breve. En eso se equivocaban. A finales de 1932, el Ministerio de Hacienda británico solicitó posponer el pago de las deudas por un nuevo periodo. Las autoridades de la Tesorería de Estados Unidos no quisieron adoptar una resolución clara al respecto y prefirieron

evitar los anuncios públicos sobre un tema político-financiero que consideraban sumamente conflictivo.

Para resolver estos diferendos y para averiguar si era factible llegar a un acuerdo de cooperación en materia de políticas monetarias se convocó a una nueva conferencia económica mundial que se celebró en Londres, en junio de 1933, con la presencia de más de mil delegados de unos sesenta países. Pero las discusiones no tuvieron los resultados esperados. En medio de la reunión, el presidente Roosevelt transmitió por telégrafo a sus representantes que no estaba dispuesto a tolerar presiones externas para que las potencias europeas establecieran paridades del dólar con sus monedas. En la práctica, el gobierno de Estados Unidos congeló las ventas de oro por parte de la Reserva Federal, devaluó la moneda y salió con discreción del patrón oro, aunque en principio conservó la convertibilidad.[112] Como consecuencia, el mundo quedó dividido en diversos bloques de países: algunos mantuvieron el patrón oro duro —Francia, Bélgica, Holanda, Italia—; ciertas naciones centroeuropeas como Alemania y Austria nominalmente vincularon sus monedas con el oro; otro bloque del Commonwealth británico sostuvo una fuerte lealtad con la libra esterlina; y, por último, un número importante de países ya estaban funcionando con un régimen monetario de inconvertibilidad. La división en bloques monetarios era un reflejo de las crecientes tensiones internacionales, que más tarde tendrían consecuencias políticas y militares inesperadas.

En respuesta al congelamiento de los pagos de reparaciones, en Estados Unidos comenzó a difundirse una propaganda antieuropea. A principios de 1934, el senador Johnson, de California, logró que el Congreso nacional aprobase una ley que limitaba la venta de bonos extranjeros en el país. Las autoridades monetarias europeas interpretaron esta ley como una inoportuna y agresiva medida de

aislacionismo financiero. El 4 de junio de 1934, Gran Bretaña suspendió unilateralmente todos los pagos futuros de sus deudas de guerra a Estados Unidos y muy pronto fue imitada por Francia, Italia y Bélgica. La cooperación financiera transatlántica había muerto.

Respuestas de la economía política a la crisis: El New Deal en Estados Unidos

Lo peor de la Gran Depresión tuvo lugar entre 1929 y 1932. Esos cuatro años de crisis afectaron a todo el mundo, aunque no hay dudas de que las derivaciones más intensas se sintieron en Estados Unidos y Alemania, los dos países con una maquinaria industrial más avanzada. La caída de la producción industrial de Estados Unidos entre 1929 y 1932 fue del 46% y, en el caso de Alemania, del 42%. Hacia 1932, en ambos países cerca de la cuarta parte de los trabajadores estaban desocupados. En ambos casos, las respuestas de las autoridades de gobierno y de los respectivos bancos centrales a este terrible desplome tardaron mucho en aparecer y por eso se produjo un derrumbe del consumo, una fuerte deflación y una enorme racha de quiebras de empresas que aumentaron todavía más el desempleo hasta alcanzar cifras inéditas.

Un análisis especialmente interesante sobre los motivos ideológicos de la parálisis de la Reserva Federal y del Tesoro en Estados Unidos ha sido formulado por el economista Bradford DeLong, quien señala la importancia del predominio de la escuela de los "liquidacionistas" en el pensamiento económico de Europa y Estados Unidos, ya que esta ejerció una fuerte influencia sobre las políticas pasivas que adoptaron las autoridades de todos los bancos centrales tras el "crac" del 29.[113]

Economistas tan diversos pero respetados como Joseph Schumpeter, Friedrich von Hayek o Lionel Robbins siguieron afirmando, varios años después del estallido, que la intervención de los bancos centrales podía ser contraproducente: era necesario tener paciencia y esperar a que "pasara la tormenta". En esto coincidieron con el secretario del Tesoro de Estados Unidos de aquellos años, el multimillonario Andrew Mellon, quien aseguraba que la crisis sólo podía resolverse con la liquidación de un gran número de empresas, supuestamente ineficientes. También coincidían con esta posición la mayoría de los altos cargos de la Reserva Federal.[114] La añeja metáfora médica volvió a cobrar fuerza y se sembró la idea de que el cuerpo enfermo de la economía de Estados Unidos tendría que sufrir intensas fiebres antes de recuperarse. Era por este motivo que suponían que lo mejor sería que el gobierno y el banco central hicieran lo mínimo y dejaran que la crisis siguiera su curso sin intervenciones. Claro está que la realidad de la Gran Depresión demostró hasta qué punto estaban equivocados. El posterior triunfo teórico de Keynes fue tan aplastante que casi se ha olvidado que la mayoría de los economistas y altos funcionarios de la época consideraban que los mercados se *autorregulaban* y que los gobiernos y bancos centrales no podían, ni debían, hacer nada para evitar o paliar el colapso.

Fue recién a partir de la entrada de la administración Roosevelt en 1933 que comenzaron a adoptarse políticas para combatir más a fondo la debacle financiera, la recesión industrial y el desempleo. Muchos historiadores económicos de nuestra época sostienen que es probable que la flexibilización monetaria haya sido la que le dio más oxígeno a la economía. Tampoco hay duda de que el incremento del gasto público posterior a 1933, así como la creación de nuevas agencias gubernamentales, ejerció un papel fundamental en la

recuperación. Algunas de las reformas del *New Deal* se implementaron en los primeros "cien días" de la flamante administración demócrata, pero un número aún más alto se fueron desarrollando en los tres años siguientes (véase Cuadro 2.1.).

Entre las novedades se incluía una ley que impulsaba el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas conocida como el National Recovery Act de 1933. El mismo año, y para lograr la recuperación, se estableció el Agricultural Administration Act. Con el fin de impulsar obras públicas, represas y obras hidroeléctricas en zonas especialmente deprimidas, se instrumentaron diversas políticas y nuevas agencias como la Tennessee Valley Authority. A su vez, con objeto de lograr una mejor regulación de las relaciones laborales entre trabajadores y empresarios, se aprobó el Wagner Act de 1935 (National Labor Relations), que favorecía las negociaciones colectivas anuales de salarios.

El tema del desempleo se tornó cada vez más acuciante, por lo que se aprobaron políticas que impulsaran la creación de nuevos puestos de trabajo en el sector público y en el privado. Además resultaba fundamental dar seguridad a los trabajadores y por ello se ratificó el seguro social en 1935, que copiaba muchas de las medidas que ya existían en varios países de Europa, así como los mecanismos para crear un sistema nacional de pensiones.

En el terreno de la vivienda, las medidas adoptadas no fueron menos importantes. Para dar seguridad a los dueños de casas con hipotecas aún vigentes, se creó una entidad pública que garantizaba los préstamos de los propietarios (Home Owners Loan Corporation). Esa agencia adquirió gran parte de las hipotecas de los bancos, redujo su valor nominal y transformó los valores en hipotecas a largo plazo con tasas de interés bajas. De esta manera, se evitó que la mayoría de los propietarios pobres quedaran en la

calle, situación que, dicho sea de paso, ciertamente contrasta de alguna manera con el actual colapso del mercado hipotecario en Estados Unidos. Al mismo tiempo, se promovió la creación de la agencia de Fannie Mae, que aún hoy es la mayor administradora de hipotecas de vivienda en Estados Unidos, aunque se ha visto muy golpeada por la crisis de 2008. Desde sus orígenes en los años 40 y hasta fines del siglo XX, Fannie Mae fue fundamental a la hora de proporcionar estabilidad al mayor mercado hipotecario del mundo.

También con el objetivo de estabilizar los mercados financieros, la administración Roosevelt promovió la creación de una agencia nacional que asegurara los depósitos bancarios, la Federal Deposit Insurance Corporation, y así evitar los pánicos y quiebras bancarias. Esta agencia sigue existiendo y ha evitado el derrumbe del sistema de banca comercial actual en circunstancias de colapso de los mercados. Los demócratas de los años 30 crearon además una agencia para vigilar las operaciones de compra-venta de valores, conocida como la Securities and Exchange Comission (SEC), la cual se suponía podría ayudar a vigilar la especulación en la bolsa. Como complemento, se ratificó una ley que separaba la banca comercial de la banca de inversión (Glass-Steagall Act). Esta medida fue cuestionada y muy peleada por el grupo financiero más poderoso de la época, la casa J. P. Morgan, pero a mediados de los años 30, la famosa firma se vio obligada a escindir sus operaciones. Más de medio siglo más tarde, a fines de los años 90, y con el apoyo de la administración Clinton y de altos funcionarios como Larry Summers y Robert Rubin, se procedió a desmantelar buena parte de esta ley. La paradoja final es que, a partir del estallido de la crisis bancaria en septiembre de 2008, muchos de los bancos de inversión de Nueva York (en su mayoría en quiebra) han sido absorbidos por los bancos comerciales y se ha vuelto así a la situación que prevalecía antes de 1929.

Cuadro 2.1.

El New Deal (1933-1936): Legislación para la recuperación económica y reformas sociales

Ámbito	Leyes	Agencias
Inversión en obras públicas: gasto gubernamental en infraestructura e intervención indirecta en el mercado de trabajo.	1935: Emergency Relief Appropiations Act.	• Civil Works Administration (CWA). • Public Works Administration (PWA). • National Youth Administration (NYA). • Rural Electrification Administration (REA). • Civilian Conservation Corps (CCP). • Tennessee Valley Authority (TVA).
Coordinación y regulación del sector industrial: proteccionismo comercial, combate al desempleo y a la deflación a través de precios y salarios a la alza.	1930: Hawley-Smoot Tariff Bill 1933: National Industrial Recovery Act	• National Recovery Administration (NRA).
Derechos a los trabajadores: creación del seguro de desempleo, reconocimiento del derecho a formar sindicatos y a la negociación colectiva de los contratos de trabajo, establecimiento de jornada laboral máxima y salario mínimo.	1933: Federal Emergency Relief Administration (FERA). 1935: National Labor Relations Act o Wagner Act. 1938: Fair Labor Standards Act.	• Federal Emergency Relief Administration (FERA). • National Labor Relations Board (NLRB).
Bienestar social: creación de red de seguridad social, con pensiones, asistencia a grupos vulnerables (ancianos, invidentes y niños), hipotecas subsidiadas para familias de bajos ingresos.	1935: Social (Economic) Security Act.	• Social Security Board. • Federal Home Mortgage Association, luego Federal National Mortgage Association (Fannie Mae).
Estímulos al sector agrícola: garantías de precios mínimos para los productos agrícolas y otorgamiento de estímulos a los agricultores.	1936: Soil Conservation and Domestic Allotment Act. 1938: Second Agricultural Adjustment Act.	• Agricultural Adjustment Administration (AAA). • Commodity Credit Corporation (CCC).
Regulación del sistema financiero: creación de agencias supervisoras, separación de bancos comerciales y bancos de inversión, respaldo a los depósitos de ahorradores para prevenir corridas bancarias.	1933: Emergency Banking Act (EBA). 1933: Glass-Steagall Act. 1934: Securities Exchange Act. 1935: Banking Act.	• Securities and Exchange Commission (SEC), la comisión reguladora y supervisora del mercado accionario. • Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC): agencia para la protección de los depósitos bancarios. • Reforma al Federal Reserve System: autoridad monetaria fortalecida. • Reconstruction Finance Corporation.

Fuente: Wallis, John Joseph. "The New Deal", en *Oxford Encyclopedia of Economic History* (Joel Mokyr, ed.). Oxford: Oxford University Press, 2003.

CONSECUENCIAS PERVERSAS DE LA CRISIS: EL NAZISMO EN ALEMANIA EN LOS AÑOS 30

Las respuestas económicas a la crisis en Alemania desde 1930 en adelante tuvieron numerosos paralelos con las de los de Estados Unidos, pero en términos políticos los resultados fueron radicalmente diferentes. La inmensa mayoría de las obras históricas que analizan el surgimiento del régimen Nazi considera que la causa más importante del descontento político y económico que llevó a la victoria de la extrema derecha germana puede atribuirse a la Gran Depresión.

Entre 1929 y 1930, las autoridades de la república de Weimar respondieron al colapso comercial y financiero con un endurecimiento de las políticas del patrón oro a fin de impedir una fuga de capitales fulminante. Sin embargo, las presiones externas se hicieron tan fuertes a partir de los pánicos bancarios de 1930 y 1931 que no tuvieron otra alternativa que pasar a un régimen de tasas flotantes, pero con fuertes intervenciones del gobierno y del Reichsbank. Al mismo tiempo, se adoptaron medidas proteccionistas en materia de comercio exterior (igual que en Estados Unidos) para defender la industria nacional. No obstante, en un primer momento la política fiscal siguió siendo ortodoxa, razón por la cual algunos analistas consideran que el gobierno republicano perdió una gran oportunidad de impedir el avance de las fuerzas extremistas de derecha encabezadas por Adolf Hitler.

En un reciente ensayo dedicado a las fatídicas elecciones de noviembre de 1932, dos historiadores han sugerido que hubiera sido posible una reducción sustancial del voto favorable a Hitler y al partido NSDAP (Nationalsozialistische Deutsche Arbeiterpartei) si el gobierno hubiera gastado más dinero en

aumentar el empleo en una amplia serie de distritos germanos donde el desempleo había alcanzado altas cotas.[115] De hecho, para fines de 1932 había más de seis millones de desempleados y no existe duda de que una porción importante de estos y sus familias votaron por los nazis. Los dirigentes de Weimar no tuvieron la percepción adecuada para llevar a cabo esta lucha electoral en el frente fiscal. En menos de tres meses, tras la asunción de Hitler (noviembre de 1932), se había acabado la democracia alemana y comenzaba la dictadura.

A pesar de los argumentos de algunos economistas que sostienen que el aumento del gasto público no puede considerarse como la única ni la principal razón de la recuperación de las economías industriales de la Gran Depresión, es evidente que sí lo fue en el caso alemán. Como ha señalado el historiador Gabriel Tortella: "El gobierno invirtió en un programa acelerado de rearme y de obras públicas que absorbió en poco tiempo a una parte de los desempleados. Para los otros se creó un Servicio Nacional del Trabajo que era una especie de servicio militar laboral...".[116] Los nuevos trabajadores del Estado nazi llevaron a cabo un gran programa de obras públicas, reparaciones de carreteras, trabajo agrícola y forestal. El plan de recuperación fue impulsado por el ministro de economía Hjalmar Schacht, quien había ganado fama en 1923 por dirigir la lucha contra la hiperinflación. El ministro autorizó el aumento del gasto público desde 1933 en adelante, promovió planes de construcción de autopistas y estableció la primera fábrica de coches populares de la empresa Volkswagen.[117] Simultáneamente, el Estado procedió a disolver los sindicatos, perseguir a los socialdemócratas y a encarcelar y exterminar a los comunistas. También comenzó la persecución de la población judía, que habría de

concluir unos años más tarde con el mayor genocidio del siglo XX. En 1934 se prohibieron todos los partidos políticos excepto el partido Nazi, y se estableció una censura muy extendida y un control absoluto y terrorífico de los medios de comunicación. Se había emprendido un camino sin retorno hacia el nacionalismo militarista más espeluznante de la historia, el cual habría de desembocar en una guerra mundial.

Si bien la crisis económica —en sus distintas facetas— tuvo los efectos más poderosos y perversos en Alemania, no debe olvidarse que afectó a todos los demás países europeos. Contribuyó a fortalecer la dictadura de Mussolini en Italia, a intensificar la polarización política y social en Francia, a debilitar la Segunda República española y a propiciar el estallido de la Guerra Civil, antesala de hostilidades más generales en todo el continente europeo. En este sentido, la Gran Depresión fue uno de los factores que contribuyó con más poder a generar las condiciones políticas y sociales que culminarían en la catástrofe mayor y más destructiva (en términos de vidas humanas) de la historia: la Segunda Guerra Mundial.

Pese a las consecuencias devastadoras de la gran crisis, es importante recordar que entre 1932 y 1938 se produjo una fuerte recuperación en la economía mundial, aunque en los casos de Francia, Bélgica y Estados Unidos las tasas de crecimiento fueron relativamente bajas, al igual que en China y en la India.[118] En Europa, el mayor éxito fue el alcanzado por Alemania, que logró un crecimiento acumulativo de cerca del 50% en su producto industrial (aunque hay que tener precaución al manejar las cifras publicadas por el gobierno nazi en tanto se ha demostrado que solían ser muy engañosas). En la Unión Soviética, el régimen stalinista aprovechó la crisis para poner en marcha una

transformación radical de su economía, que resultó muy costosa en términos de vidas humanas. Por una parte, Stalin impulsó ambiciosos planes de desarrollo quinquenales que permitieron afianzar la maquinaria de la industria pesada y de la industria bélica. Por otra parte, comenzó un proceso de colectivización integral que implicó el desplazamiento de millones de familias propietarias de campos, a quienes en un alto porcentaje se las obligó a trasladarse a pueblos en Siberia, donde cientos de miles morirían. No obstante, y como en el caso alemán, las estadísticas oficiales rusas de los años 30 hablan de notables avances en la cifras de producción de su economía.

En Asia, el futuro aliado de la Alemania nazi, Japón logró una recuperación económica en poco tiempo, que colocó a este país en una posición idónea para llevar a cabo sus ambiciosos proyectos geopolíticos de expansión imperial. La tasa de crecimiento de la industria japonesa sólo cayó un 2% entre 1929 y 1931 y fue revitalizada por la invasión a Manchuria en 1932, lo que le permitió la adquisición de minas y nuevas fábricas y un aumento en el gasto militar. Es evidente que los efectos de la Gran Depresión fueron marcadamente diferentes de país en país y de región en región.

América Latina en los años 30: La crisis y la recuperación

En Latinoamérica, el impacto negativo de la depresión fue muy acentuado al principio, pero después de 1932 se logró una recuperación económica sostenida. Es interesante revisar esta experiencia, ya que se trata de la región periférica con relaciones más

estrechas con Europa y Estados Unidos. También permite observar la variedad de respuestas que ofrecieron los distintos gobiernos al colapso económico. En esta región, entre 1929 y 1932, la crisis tuvo efectos especialmente duros sobre el comercio exterior. Las autoridades financieras no quisieron romper con los principios del patrón oro, pero pronto se produjeron fuertes salidas de capitales. Como resultado, a partir de 1931 la mayoría de los estados latinoamericanos adoptó una variada gama de reformas con el objetivo de defender sus balanzas de pagos y sus reservas monetarias. Estas incluían el establecimiento de controles de cambio, la reducción del gasto público y medidas especiales para salvar del colapso total a los principales sectores exportadores.

El caso de Chile ilustra muy bien las dificultades que se tuvieron que enfrentar para responder a la crisis. Según los economistas, ningún otro país del mundo sufrió tanto como Chile los efectos de la depresión comercial: para 1932 las exportaciones habían descendido a una sexta parte del nivel de 1929 y los ingresos del gobierno cayeron más de un 75%.[119] A pesar de esta catastrófica situación, el Ministerio de Hacienda en Santiago siguió cubriendo el servicio de las deudas externas durante la mayor parte del periodo de 1929 a 1931, transfiriendo 90 millones de dólares a los acreedores de Estados Unidos y Europa.

Al profundizarse la crisis, sin embargo, las autoridades chilenas comenzaron a cuestionar la conveniencia de seguir manteniendo el servicio de la deuda, ya que existían necesidades domésticas más apremiantes. Para sostener el empleo era necesario impulsar numerosos proyectos de obras públicas que absorberían gran parte del crédito local. Además, en 1930 se fundó la nueva Corporación de Salitre de Chile (COSACH) para la compraventa de nitratos con el fin de estabilizar los precios. Mantener

una cierta estabilidad de los precios y sostener el empleo doméstico tenían una clara prioridad sobre los reclamos de los distantes tenedores de bonos. A mediados de 1931, el gobierno chileno decidió que la difícil situación de las finanzas públicas requería suspender el servicio de su deuda externa.

La economía de Perú también sufrió el impacto de la caída de los precios de las materias primas. El valor en dólares de las exportaciones peruanas descendió en un 72% entre 1929 y 1932, lo cual se debió, en buena medida, a la clausura de los mercados del cobre en la mayoría de los países industriales a raíz de ciertas medidas tomadas por Estados Unidos, así como el Reino Unido y Francia. El proteccionismo de las potencias industriales tuvo un impacto negativo en las economías latinoamericanas. Hacia 1930 el servicio de la deuda peruana estaba absorbiendo una tercera parte del valor total de las exportaciones. La carga era tan pesada que se hizo manifiesto que el gobierno pronto tendría que dejar de satisfacer a los banqueros y tenedores de bonos extranjeros. Así pues, las autoridades peruanas abandonaron el patrón oro, establecieron rigurosos controles de cambio y devaluaron la moneda nacional, un conjunto de medidas que fue seguido, al poco tiempo, por la suspensión del servicio de la deuda. Como observa Rosemary Thorp, esta decisión era inevitable:

> Es importante tener en cuenta que la devaluación y la suspensión de pagos estaban estrechamente entrelazadas. Una vez que se produjo la devaluación, la incidencia del servicio de la deuda externa sobre los ingresos internos en la moneda nacional se volvió tan pesada que hubo un fuerte incentivo para una suspensión de pagos...[120]

Los efectos de la depresión económica, sin embargo, no se limitaron a las naciones andinas. El comercio de América Latina decayó hasta los niveles prevalecientes a principios de siglo. Pocos gobiernos podían observar tales sucesos sin aprensión. La debacle del comercio y luego las propias crisis bancarias de 1931 hicieron inevitable el abandono del patrón oro así como las moratorias de deudas en buena parte de los países de la región.

En 1932, el mayor deudor latinoamericano, Brasil, anunció una suspensión parcial de sus pagos internacionales. El gobierno brasileño prometió pagar a los acreedores con bonos provisionales en vez de oro, pero indicó que tomaría las medidas necesarias para renovar el servicio en divisas fuertes lo antes posible. Tales promesas no eran infundadas, pero la crisis financiera en Brasil y en el resto de Latinoamérica tendió a profundizarse de manera irrevocable. Además, la acompañó una crisis política y un cambio de régimen. A finales de octubre de 1930, Getulio Vargas, ex gobernador de Río Grande do Sul, asumió el poder como jefe de Estado (cargo que ocuparía sin interrupción hasta 1945). La administración de Vargas pudo aprovechar la situación para establecer medidas contracíclicas en defensa de la economía del café y, al mismo tiempo, impulsar la industria. Para 1940, Brasil ya contaba con la maquinaria industrial más dinámica e importante de América Latina.

En el caso de México, el impacto de la crisis en el plano financiero no fue tan intenso, quizá porque ya se habían suspendido los pagos de la deuda externa en 1914, durante la revolución mexicana. Las negociaciones con los banqueros internacionales para renovar los pagos atravesaron el decenio de 1920 pero sin avances significativos. Cuando estalló la crisis en 1929, sus finanzas públicas se habían estabilizado. Esto le dio un cierto respiro al

gobierno mexicano durante la Gran Depresión y, a partir de 1932, impulsó una expansión industrial y agrícola bastante duradera. De acuerdo con el historiador económico Enrique Cárdenas, el crecimiento económico mexicano fue sostenido desde 1933 en adelante, y sentaría las bases para la modernización posterior.

Algunas de las repúblicas latinoamericanas más pequeñas lograron evitar la suspensión de pagos de sus deudas, pero la mayoría de las naciones más grandes no tuvieron igual suerte. La única excepción entre estas últimas fue la Argentina, que mantuvo el pago de los intereses y la amortización sobre el conjunto de sus deudas a partir de la firma del pacto Roca-Runciman con Inglaterra en 1933. El comercio exterior se recuperó notablemente y el gobierno pudo continuar cubriendo el servicio de la deuda sin interrupción hasta su liquidación total en 1947, bajo el gobierno de Juan Domingo Perón.

En resumidas cuentas, a lo largo de la década de 1930 y buena parte de la siguiente, todos los gobiernos latinoamericanos estuvieron involucrados en complejos reajustes de las cuantiosas deudas que habían contraído con los banqueros e inversores norteamericanos y europeos. Pero lo cierto es que al congelar unilateralmente el servicio sobre sus obligaciones financieras externas, un importante número de repúblicas pudo atenuar el impacto de la crisis financiera y comercial internacional originada en 1929. En este sentido, las moratorias le dieron algo de oxígeno a la mayoría de las economías latinoamericanas y contribuyeron, de forma indirecta, a un crecimiento económico significativo durante los años que precedieron a la Segunda Guerra Mundial.

Cuadro 2.2.

Deudas externas latinoamericanas y moratorias, 1930-1945

País	Fecha inicial de moratoria	Deuda externa en 1933 (millones de dólares)*	Renegociaciones
Argentina	No suspende pagos	864	Se paga el servicio de la deuda con regularidad hasta 1946, cuando se liquidó.
Bolivia	Enero 1931	63	Moratoria continúa hasta negociaciones para cancelar intereses atrasados en 1948.
Brasil	Octubre 1931 (default parcial)	1,239	Renegociaciones en 1933, 1940 y 1943. Al final se reduce el 50% de su valor nominal.
Chile	Julio 1931	343	Durante varios años se renovó el servicio de la deuda. En 1948 se llega a arreglo final.
Colombia	Febrero 1932 (default parcial)	164	Pagos parciales hasta 1935 cuando moratoria total. En 1940, 1942, 1944 y 1949 renegociaciones para reducir intereses.
Ecuador	Julio 1931	23	Deuda en moratoria hasta mediados de los años de 1950.
México	Agosto 1914	684	Renegociación de la deuda en 1930, pero el acuerdo no se cumple. Acuerdo final en 1946 de bonos de la deuda externa y de Ferrocarriles Nacionales, con reducción de 80% del monto.
Perú	Mayo 1931	114	En 1934-37 se renueva parte del servicio. En 1947 Perú ofrece acuerdo con servicio reducido. Acuerdo final en 1951.
Venezuela	No suspende pagos	–	Ya había extinguido su deuda externa en 1933.

*Deuda externa a largo plazo en bonos.
Fuente: Marichal, Carlos. *A Century of Debt Crises in Latin America*, 1820-1930. Princeton: Princeton University Press, 1989, Cuadro VIII, p. 212-213.

Capítulo 3

Las finanzas mundiales en la era de Bretton Woods, 1944-1971: ¿Por qué hubo tan pocas crisis?

A mediados del caluroso verano de 1944, los vecinos del tranquilo y turístico pueblo rural de Bretton Woods, en New Hampshire, se dieron cuenta de que algo importante ocurría en el elegante hotel Mount Washington, famoso centro de descanso y esparcimiento. Se notaba por la cantidad de automóviles que llegaban con visitantes distinguidos. Durante las tres primeras semanas de julio de 1944, se reunieron allí 730 delegados de 44 naciones para discutir y formular los lineamientos fundamentales que habrían de establecer la nueva arquitectura financiera internacional de la posguerra.

Para algunos historiadores y economistas, los acuerdos de Bretton Woods representan un momento cumbre de la cooperación internacional que permitió una notable estabilidad y un fuerte crecimiento económico durante decenios. En cambio, para otros más escépticos y realistas, el consenso alcanzado encubría importantes diferencias entre las naciones aliadas así como la evidente hegemonía de Estados Unidos. El objetivo de la reunión consistía en formular un plan coherente que contribuyera a la regulación de la economía mundial después de las hostilidades, el

Biblioteca Sapiens Historicus

cual debía ser ratificado por los gobiernos de las naciones que habían enviado delegados a la conferencia. Sin embargo, la primera ruptura se dio en 1945, cuando Stalin se negó a ratificar los acuerdos, distanciándose del esquema regulatorio de los países capitalistas y adoptando un régimen monetario y financiero propio para gestionar las relaciones entre la Unión Soviética y sus satélites. Aun así, el acuerdo de Bretton Woods fue convirtiéndose en uno de los ejes formales del régimen dominante de la economía financiera de los países capitalistas. Más de medio siglo después, a principios del XXI, se discute si deben recuperarse elementos de este sistema, ya que sabemos que durante la posguerra no hubo grandes colapsos financieros, pese a que tuvo lugar un número considerable de devaluaciones y crisis monetarias menores en distintas naciones.[121]

¿Qué razones explican que no se produjeran crisis financieras de gran escala entre 1946 y principios de los años 70? Numerosos economistas sostuvieron que fue la naturaleza de la nueva arquitectura financiera —el establecimiento de un nuevo marco regulatorio del sistema monetario y financiero internacional— lo que permitió reducir la volatilidad en la posguerra. Pero otros factores fueron más decisivos. De hecho, el crecimiento sostenido de muchas economías, especialmente de Europa, la Unión Soviética, Estados Unidos y Latinoamérica, generó la impresión de que se había logrado escapar de la tradicional secuencia de ciclos y crisis. Como es bien sabido, la literatura sobre los ciclos económicos (*business cycles*) fue relegada a la periferia de la disciplina económica desde fines de los años 50 debido al supuesto de que no se podría repetir un colapso mundial como el desencadenado en 1929.

Fue tal el dinamismo de la economía mundial en el periodo de la posguerra que los historiadores económicos han bautizado

ese cuarto de siglo como la "edad de oro" del capitalismo del siglo XX. No obstante, la recuperación económica mundial no se debió simplemente a factores económicos sino que dependió asimismo de factores políticos. Es más, puede sugerirse que el hecho de que no hubiese crisis financieras *globales* en la época de la guerra fría hace indispensable tener en cuenta la geopolítica de la posguerra para entender el funcionamiento del sistema monetario internacional. Esta es una de las principales tesis del capítulo. Pero, curiosamente, en los años 60, fueron las rivalidades que se dieron entre los aliados —Europa, Japón y Estados Unidos las que desembocarían en una creciente inestabilidad que socavaría el régimen monetario que habían construido. Por consiguiente, este capítulo se cierra con una revisión de los acontecimientos ocurridos entre 1969 y 1971, que fueron los que marcaron el fin del sistema de Bretton Woods durante la etapa de la guerra de Vietnam.

El diseño de un nuevo orden internacional en medio de las ruinas del anterior

Aunque resulte extraño, la época de la posguerra comenzó antes de que la guerra llegara a su fin. Ya desde 1942, los futuros países miembros de las Naciones Unidas comenzaron a celebrar una serie de reuniones destinadas a reforzar su alianza militar y a preparar el camino hacia la victoria. En realidad todavía no había certezas acerca del resultado final de la contienda, ya que las derrotas de los aliados fueron muchas y extremadamente costosas en vidas humanas. Pero a partir de la prolongada y sangrienta defensa de las ciudades de Stalingrado y Leningrado,

que provocó el estancamiento de la ofensiva alemana en Rusia, las cosas comenzaron a cambiar. A su vez, con la participación de Estados Unidos en la guerra, existió la sensación cada vez más generalizada de que se habían equilibrado las fuerzas. Por ese motivo se fortaleció una clara conciencia de la necesidad de preparar la reorganización futura del mundo con base en acuerdos y organismos multilaterales. Con este propósito se organizaron varias conferencias internacionales que fueron impulsadas por Estados Unidos, Gran Bretaña y la Unión Soviética, potencias claves del bloque occidental en la lucha contra el nazismo/fascismo y el imperialismo japonés. Entre sus principales objetivos se contaba la iniciativa de creación de las Naciones Unidas —que tenía como antecedente la Sociedad de Naciones de entreguerras— y se incluyó entre sus primeras metas el diseñar los lineamientos de la economía mundial, después del fin de las hostilidades.

En pocas palabras, mucho antes de que supieran si iban a ganar la contienda, los aliados se propusieron pensar en la necesidad de crear una nueva arquitectura política y financiera capaz de evitar los desastres de la Gran Depresión, los cuales habían contribuido de manera notoria a generar las condiciones que dieron pie a la conflagración militar. Con este objetivo, durante varios años, académicos y funcionarios de Estados Unidos, Inglaterra, Francia y de la propia Sociedad de Naciones llevaron a cabo una amplia serie de estudios estratégicos. Exploraron fórmulas en informes y libros para determinar cómo podía lograrse una mayor estabilidad del sistema financiero internacional a través de la cooperación entre países y evitar la volatilidad y las rivalidades que habían desembocado en el colapso de los años 30. Esto nos habla claramente de que existía una conciencia profun-

da respecto de la crisis del capitalismo y de los desafíos que presentaría la reconstrucción después de la guerra.

Para planear el futuro monetario y financiero se convocó a una gran conferencia que se realizó en un ambiente tranquilo y alejado del escenario de las hostilidades, que era precisamente el pueblito rural de Bretton Woods.[122] Asistieron los delegados de los países aliados, entre los cuales se contaban, en primera línea, Estados Unidos, Gran Bretaña, Francia y la Unión Soviética. A su vez, estuvieron presentes miembros del Commonwealth inglés como Canadá y Australia. La India, en cambio, que aún no era independiente, sólo pudo asistir como parte de la delegación británica. Tampoco tuvieron representación directa la mayoría de las demás sociedades africanas y asiáticas por ser aún colonias, pero sí pudieron sentarse a la mesa los delegados de Turquía, Egipto, Irak, Irán y Arabia Saudita. Resulta significativo que el bloque regional más numeroso fuera el latinoamericano, que contaba con una veintena de naciones. Por su parte, la república de China estuvo representada aunque, tras la revolución comunista en 1949, se retiraría del acuerdo.[123]

Entre las varias decenas de latinoamericanos que asistieron a Bretton Woods estaba el joven economista Víctor Urquidi, quien anticipó la importancia de la reunión en varios artículos publicados en *El Trimestre Económico*, incluyendo uno titulado "La posguerra y las relaciones económicas internacionales de México", en julio de 1943. Decía Urquidi con gran clarividencia:

> La posguerra próxima se diferenciará de la pasada por un hecho indiscutible: se está pensando en ella antes de que nos venga encima. Se reconoce hoy en día que una gran parte de los problemas económicos y monetarios del periodo 192[illegible]-

> 1939 tuvo su origen en la imprevisión de las naciones aliadas en la guerra anterior. Ninguna persona sensata desea que se repita el estado caótico del mundo económico de los últimos veinte años... La miopía de los estadistas que rigieron los destinos de las principales potencias del mundo en esos años resultó ser incurable...

Urquidi resaltaba los desafíos que presentaba la coyuntura de la guerra mundial y para fines de 1943 preparó un volumen de la revista de *El Trimestre* con los textos claves de los planes para la reorganización financiera de la posguerra que ya circulaban. En ese número se incluyeron el "plan inglés" de Lord Keynes, el "Segundo Proyecto Norteamericano" preparado por el Tesoro norteamericano, así como dos importantes proyectos que ya se han olvidado y que casi nunca se citan, que eran el "Proyecto Canadiense" y el "Proyecto Francés".[124]

Los dos protagonistas principales de los debates económicos celebrados en Bretton Woods fueron el economista norteamericano Harry Dexter White, y el famosísimo economista británico John Maynard Keynes. Sus propuestas sentaron las bases para la creación del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Banco Mundial (Banco Internacional de Reconstrucción y Desarrollo).[125] Pero las discrepancias fueron muy fuertes entre los delegados de Gran Bretaña y Estados Unidos. Para Keynes era fundamental que todas las naciones tuvieran acceso al crédito para la reconstrucción durante la posguerra y para equilibrar sus balanzas de pagos. Por ello propuso una especie de banco central mundial (el International Clearing Union) que sería capaz de emitir una moneda universal (el *bancor*). Bajo este plan, las naciones con superávit comercial podrían ayudar a las deficitarias a

lograr la estabilidad. Sin embargo, todos los países que entrasen en el nuevo esquema tendrían que comprometerse a lograr una balanza comercial equilibrada y, en caso de incumplimiento, a pagar intereses sobre la diferencia.

Al gobierno de Estados Unidos y en particular a Henry Morgenthau, secretario del Tesoro, no le convencía en absoluto el plan británico. La administración de Washington no deseaba gastar su superávit comercial en los países deudores. Y tampoco quería comprometer sus reservas de oro, que representaban cerca de las tres cuartas partes del total mundial. En consecuencia, las propuestas del delegado norteamericano Harry Dexter White se impusieron a las del plan Keynes en lo que se refería al mecanismo monetario, y por eso se creó el Fondo Monetario Internacional, que contaba con un sistema de cuotas que dependía de los aportes de capital de cada socio. En tanto Estados Unidos fue —y sigue siendo— el mayor "accionista" de esta institución, podía ejercer una influencia decisiva sobre los créditos que adelantaba.

En lo que se refiere al Banco Internacional de Reconstrucción y Desarrollo (luego llamado Banco Mundial), podría pensarse que la propuesta tenía una impronta keynesiana más fuerte. Al finalizar la Primera Guerra Mundial, Keynes había insistido en que era necesario crear mecanismos para que los aliados —en particular Estados Unidos— ayudasen a la reconstrucción de las zonas europeas más devastadas por el largo conflicto militar. El rechazo a esta propuesta había tenido gravísimas consecuencias, como era plenamente reconocido. En 1944 ya existía consenso respecto de la necesidad de crear una gran agencia para cumplir con este fin.

No obstante, la administración estadounidense también tuvo mucho que ver con el concepto del flamante Banco Mundial. Los

antecedentes históricos inmediatos son claros. Desde antes de la guerra, el gobierno de Estados Unidos había estado trabajado en un sistema multilateral económico en sus relaciones con Latinoamérica. De hecho, varios altos cargos del Tesoro, incluyendo el propio Harry White, habían viajado a distintas capitales latinoamericanas en el periodo 1938-1942 para negociar acuerdos con los gobiernos de la región que incluían la posibilidad de crear un banco interamericano de desarrollo. Esta iniciativa fue retomada en la Conferencia de Bretton Woods en 1944, aunque ahora llevaba el nombre de Banco Mundial.[126] Pese a la opinión contraria de Keynes, quien propuso que fuera Londres la sede de al menos una de las dos instituciones financieras internacionales, ambas se establecieron en Washington, donde permanecen hasta la actualidad. Con todo, desde su fundación, el Fondo Monetario Internacional siempre ha sido dirigido por un europeo mientras que el Banco Mundial es encabezado siempre por un estadounidense.

Más allá de la creación de estos dos bancos multilaterales, la conferencia de Bretton Woods también propuso establecer los lineamientos de las políticas monetarias internacionales con un tipo de cambio sólido y estable. Con este fin se eligió al dólar como moneda de referencia, con la condición de que siguiera manteniéndose su paridad con el oro al precio estable de 35 dólares por onza del metal precioso. Los demás países debían ajustar el valor de sus monedas de acuerdo con el ancla del dólar e intervenir dentro de los mercados cambiarios con el fin de mantener los tipos de cambio dentro de una banda de fluctuación del 1% al 2%. Los economistas describen este sistema como de "convertibilidad fija", pero con posibilidades de modificarse ligeramente en momentos de emergencia (*adjustable peg*), con tal

de contar con el beneplácito del gran supervisor, el FMI.[127] En la práctica, sin embargo, durante la posguerra esta institución multilateral no tenía influencia real sobre las principales potencias, cuyos ministros de finanzas eran los que determinaban las políticas cambiarias.

Cuadro 3.1.

Bretton Woods, las instituciones financieras internacionales y los bancos de desarrollo regional

Institución	Creación	Función	Sede	Objetivos
Banco Internacional de Pagos (BIP) *Bank of International Settlements (BIS)*	Mayo 17 de 1930: sustituye a la Agencia Central de Reparaciones que manejaba las reparaciones alemanas de guerra.	El BIP promueve la cooperación monetaria y financiera internacional y otorga créditos a bancos centrales.	Basilea, Suiza	Promover la discusión y el análisis de políticas monetarias y financieras. Representar al conjunto de las autoridades monetarias. Arbitrar las negociaciones entre bancos centrales.
Fondo Monetario Internacional (FMI) *International Monetary Fund (IMF)*	Julio 1-22 de 1944: aprobación en la conferencia de Bretton Woods. Diciembre 27-31 de 1945: los primeros 29 países miembros firman los acuerdos que dan existencia legal al FMI y al BM.	El FMI se encarga de velar por la estabilidad del sistema monetario y financiero internacional.	Washington, D. C., Estados Unidos	Fomentar la cooperación internacional y la estabilidad cambiaria. Promover la expansión y el crecimiento equilibrado del comercio y la inversión internacional de flujos de capital. Establecer un sistema multilateral de pagos. Apoyar a países miembros con dificultades en sus balanzas de pagos.
Banco Mundial (BM) *World Bank (WB)*		El BM fondea proyectos de construcción y reconstrucción de infraestructura, así como programas de desarrollo social.	Washington, D. C., Estados Unidos	Financiar la construcción de obras nuevas de infraestructura, así como su reconstrucción ante guerras y desastres. Fondear proyectos de reducción de la pobreza y reestructuración de deudas.

Bancos de desarrollo regional

Institución	Creación	Sede	Regiones
Banco Interamericano de Desarrollo (BID) *Interamerican Development Bank (IADB)*	Diciembre 30 de 1959: 18 países ratifican el convenio constitutivo del BID elaborado por el Consejo Interamericano Económico y Social.	Washington, D.C., Estados Unidos	América
Banco de Desarrollo Africano (ADB) *African Development Bank (AfDB)*	Agosto 4, 1963 23 países ratifican la creación del Banco.	Túnez, República Tunecina	África
Banco Asiático de Desarrol o (BAD) *Asian Development Bank (ADB)*	Diciembre 19 de 1966. el ADB comienza a operar con 31 países miembros.	Manila, Filipinas	Asia y el Pacífico
Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo (BERD) *European Bank for Reconstruction and Development (EBRD)*	Mayo de 1990: firma en París del acuerdo que crea el BERD.	Londres, Reino Unido	Europa y Asia centrales

En las reuniones de Bretton Woods también se consideró la necesidad de crear un tercer organismo económico mundial para regular el comercio internacional, pero su constitución se demoró. Sería recién en una conferencia internacional celebrada en La Habana en 1948 que se acordó establecer una Organización Internacional del Comercio. Sin embargo, esta iniciativa tropezó con fuertes obstáculos. Por una parte, Gran Bretaña deseaba conservar las preferencias comerciales propias de su esfera de influencia tradicional, el Commonwealth de naciones descendientes de su viejo imperio. Por otra parte, en el Senado de Estados Unidos se produjo una fuerte oposición a la iniciativa de crear un organismo mundial de regulación del comercio, por lo que no pudo ponerse en marcha, y fue sustituida por el Acuerdo General de Aranceles y Comercio (GATT), que funcionó durante casi medio

siglo hasta la creación de la actual Organización Mundial del Comercio (OMC).

La insistencia en el reestablecimiento del libre comercio tuvo un líder poderoso: el secretario del Tesoro de Estados Unidos, Henry Morgenthau, quien había cerrado la conferencia de Bretton Woods con un discurso a favor de esta medida. Pero en años subsiguientes, ni los países europeos ni los latinoamericanos comulgaron con esta política. Debido al peso preponderante de Estados Unidos en el comercio mundial y a la fortaleza de su moneda se produjeron fuertes déficit comerciales en los países más débiles, los cuales amenazaban con el paulatino vaciamiento de sus escasas reservas monetarias. Pese a las normas acordadas en 1944, el riesgo de que se produjeran devaluaciones se hizo cada vez más patente. El caso más notorio fue el de Gran Bretaña en 1947 que, aun después de recibir un gigantesco préstamo de Estados Unidos (3.7 mil millones de dólares), no pudo establecer la convertibilidad de la libra. Esto ocasionó una fuerte corrida contra la libra, que terminó devaluándose estrepitosamente, y el gobierno británico perdió casi todos los fondos del mencionado empréstito en apenas seis semanas.[128]

El fracaso en el intento por retornar a la libre convertibilidad monetaria de Gran Bretaña, principal socio y aliado de Estados Unidos, hizo manifiesto para otros países que la plena convertibilidad era un espejismo, debido al impacto potencialmente devastador de los ataques especulativos. Por ello, los gobiernos nacionales no tuvieron otra alternativa que la adopción de estrictos controles de cambios y de movimientos de capitales internacionales que duraron largo tiempo. El historiador Ranald Michie ha señalado que, de hecho, en la propia Inglaterra recién en 1979 se eliminaron los últimos controles.[129]

Después de la guerra, también se generalizaron diversas medidas proteccionistas sobre el comercio exterior en casi todas las naciones. Esto tenía como objetivo impedir desequilibrios demasiado agudos en sus balanzas corrientes. Las políticas siguieron aplicándose durante decenios y Estados Unidos no tuvo otra alternativa que aceptarlas para no provocar una caída de las transacciones internacionales. En la práctica, desde 1948, Washington aceptó la conveniencia de cubrir los déficit comerciales de sus principales socios europeos con créditos abundantes a cambio de que se aceptara la hegemonía absoluta del dólar como moneda de reserva.

Esta situación no se correspondía con los acuerdos monetarios y financieros de Bretton Woods y por eso es que ha dado pie a una serie de interpretaciones revisionistas sobre su efectividad. El economista Ronald McKinnon sostiene que, en lo que se refiere a la política monetaria, los acuerdos de Bretton Woods apenas duraron hasta 1950, como lo demostró la crisis de la libra esterlina.[130] Después, y durante dos décadas, el régimen monetario en el mundo capitalista giraría alrededor de la paridad fija del dólar. Al respecto, Robert Solomon, un destacado actor en el ámbito de las políticas financieras de la época, afirmó que:

> Así, Estados Unidos asumió el papel de *banco central mundial*, cumpliendo una función que no había quedado especificado en el acuerdo de Bretton Woods: Estados Unidos creaban moneda internacional al expandir sus pasivos líquidos al resto del mundo.[131]

El aumento de 8.5 mil millones de dólares en las reservas mundiales en los años de 1949 a 1959 se debió, en especial, a la

transferencia neta de 7 mil millones de dólares de Estados Unidos, mayoritariamente a las arcas de los bancos centrales europeos.[132] Por consiguiente, es factible argumentar que, desde entonces, la Reserva Federal, en alianza con el Tesoro de Estados Unidos, operaba como un virtual "prestamista internacional de última instancia", ya que tenía la capacidad de emitir dinero de manera casi ilimitada. Este sistema pudo mantenerse a lo largo de la década del 50, cuando la hegemonía estadounidense era abrumadora, pero estuvo sujeta a crecientes presiones y mayor inestabilidad en los años 60. Como veremos, esto requirió de negociaciones muy complicadas entre Estados Unidos y los gobiernos y bancos centrales europeos, lo que reflejaba nuevas rivalidades a raíz de la consolidación de un mayor número de potencias económicas, entre las que destacaban Alemania y Japón.

También es conveniente señalar que durante largo tiempo fue menos importante el papel del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Banco Mundial de lo que suele pensarse. En ninguno de los dos casos contaban con los recursos para ser prestamistas fundamentales: es más, el propio historiador oficial del FMI señaló que por algún periodo se creyó que ambas instituciones estaban "moribundas".[133] En el decenio de 1950, en lo que se refiere al sistema monetario y financiero internacional, lo esencial eran los acuerdos bilaterales entre Estados Unidos y sus principales aliados. Recién hacia principios de los años 60 ambos bancos multilaterales —FMI y Banco Mundial— lograron ejercer un papel significativo y consolidar sus posiciones, aunque básicamente como instrumentos de supervisión y control de las finanzas de los países en desarrollo.

BLOQUES DE PODER Y GUERRA FRÍA: LA ESTABILIDAD SIMÉTRICA

La imposibilidad de poner en marcha la mayor parte de los acuerdos firmados en la Conferencia de Bretton Woods (1944) demuestra que existieron otros factores mucho más importantes que contribuyeron a la reconstrucción de la economía mundial después de la guerra y que aseguraron, a corto y mediano plazo, que no se repetiría la volatilidad e inestabilidad que caracterizaron al capitalismo clásico previo a la Gran Depresión. Está bien establecido que, a partir de 1947, la mayoría de las economías del mundo tendieron a repuntar y disfrutaron de altas tasas de crecimiento, que por lo general se sostuvieron durante más de un cuarto de siglo. En el caso de Europa y Japón no fueron los acuerdos sobre políticas monetarias o balanzas de pagos los que hicieron posible el despegue, sino otros tres factores entrelazados. En primer lugar, debe subrayarse el enorme esfuerzo colectivo de estas sociedades para lograr la reconstrucción de sus economías, que requirió gran inversión de capital humano y la aplicación de nuevas tecnologías a las industrias de la paz. En segundo lugar, este esfuerzo fue posible gracias a la negociación de una serie de pactos sociales y políticos en la posguerra que conciliaron los objetivos e intereses de las diferentes clases sociales en Europa. Finalmente, fue fundamental el aporte del Plan Marshall y la dinámica financiera y comercial que impulsó, ya que contribuyó de manera pronunciada con la recuperación del comercio internacional, en especial en el Atlántico norte.

En los primeros años de la posguerra, se produjo la consolidación de un *nuevo orden geopolítico binario*. Este nuevo orden internacional se caracterizaba por el equilibrio de fuerzas entre

las dos superpotencias militares: Estados Unidos y la Unión Soviética. Esta simetría sería determinante para la estabilidad de la economía mundial y para impedir las grandes crisis financieras durante largo tiempo. Pero al finalizar la guerra no se anticipaba un futuro brillante. La mayoría de los países europeos, al igual que Japón, enfrentaron fuertes desafíos económicos, ya que necesitaron reconvertir sus industrias bélicas y, a la vez, reconstruir sus infraestructuras, terriblemente dañadas por la larga y brutal contienda. Al principio, los dirigentes de Washington no reconocieron las dimensiones del reto económico que tenían por delante. Fue más bien a partir de la percepción de que la Unión Soviética podría aprovechar las circunstancias para extender su influencia geopolítica que el gobierno de Estados Unidos resolvió aplicar un gran plan financiero para ayudar a Europa occidental y luego a Japón a propulsar sus respectivas recuperaciones económicas: entre 1948 y 1952, el Plan Marshall proveyó unos 12 mil millones de dólares en donaciones y préstamos para este fin. A su vez, fue acompañado por una alianza militar —la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN)— que sigue en pie hasta la actualidad.

Los lineamientos de la alianza militar y política ya habían sido discutidos entre Winston Churchill y Franklin Roosevelt antes de la conclusión de la guerra. Luego, sería el nuevo presidente norteamericano, Harry S. Truman, quien los impulsara, preocupado por el avance del Partido Comunista en Europa. Los temores de Truman se acentuaron en 1947, cuando se llegó a pensar que las guerrillas comunistas en Grecia y Turquía podrían triunfar y hacer que estos países cayeran en lo que se conoció como "la órbita soviética". En ese contexto, para las naciones miembros de la OTAN la prioridad era asegurar la estabilidad política y eco-

nómica en Europa occidental, teniendo en cuenta el control que ya ejercía la Unión Soviética sobre la mayor parte de Europa del este. De allí que se condonaran las deudas de guerra de los aliados europeos y que no se pidieran reparaciones de los países derrotados: Alemania e Italia. En pocas palabras, se adoptaron políticas diametralmente opuestas a las de los años 20, en buena medida porque ahora el gobierno de Estados Unidos se mostraba dispuesto a otorgar grandes recursos financieros para reconstruir las economías europeas y numerosos créditos para fortalecer a los ejércitos de la OTAN.

Se puso en marcha un plan similar en Asia Oriental para los países sujetos a Estados Unidos, pero con un manejo más severo de los recursos. En Japón, se instaló al general MacArthur con poderes virtualmente dictatoriales durante varios años. No pidió grandes reparaciones a Japón, sino la liquidación de su viejo imperio (que incluía Corea y Taiwán), la reducción absoluta de sus fuerzas armadas y el derecho a que se establecieran una serie de bases militares y navales estadounidenses en el país y en la región. Al mismo tiempo, se instrumentó un plan para relanzar la economía japonesa a partir de programas coordinados con los más poderosos grupos industriales de ese país, que recibieron apoyos diversos a través del equivalente de un pequeño Plan Marshall, que sería reforzado durante la Guerra de Corea (1950-1951).

En esta época, el Pentágono estableció bases militares en Corea, Taiwán, Filipinas y luego en Vietnam del Sur para asegurar su influencia en buena parte de Asia oriental. A partir de la puesta en marcha de un arco de alianzas con las élites locales y una fuerte represión de los movimientos obreros, se establecieron las condiciones para un relanzamiento de las economías regionales, aunque a un paso más lento que las de Europa o del propio

Japón, que muy pronto alcanzó tasas de crecimiento económico impresionantes.

En contraposición al proceso de expansión militar y económica de Estados Unidos, desde 1949 en adelante la Unión Soviética puso en marcha un proceso igualmente ambicioso de integración de los países sometidos a su influencia a través del Consejo de Apoyo Económico Mutuo (Comecon) y sobre la base de una serie de acuerdos militares y políticos. De esta forma, la mayor parte de los países de Europa del este se vieron incorporados a una nueva estructura económica plurinacional, pero bajo la égida de Moscú. Las economías de las "democracias populares" adoptaron la mayor parte de los lineamientos de la soviética: planes quinquenales, nacionalización de la industria y comercio y colectivización de la agricultura. Esto fue así con algunas excepciones, como el caso de Polonia, donde el Partido Agrario defendió la pequeña y mediana propiedad campesina.[134] A su vez, y como contraparte a la OTAN, se estableció una alianza militar entre estas naciones conocida como el Pacto de Varsovia (1955).

Para entender la relativa estabilidad de las finanzas mundiales de la época es fundamental tener en cuenta el hecho de que, a lo largo de los años 50 y 60, los dos grandes imperios militares —Estados Unidos y de la Unión Soviética— estaban enfrentados en una rivalidad a muerte. Ni una potencia ni la otra iban a permitir que se produjera un fuerte desequilibrio en sus respectivos sistemas monetario y financiero, en particular algo que pudiera provocar una seria crisis económica. En este sentido, es manifiesto que el marco institucional de Bretton Woods sobre políticas monetarias había quedado marginado frente a la contundencia de la *realpolitik* de la guerra fría. La estabilidad monetaria no estaba en cuestión.

La *época de oro* del desarrollo económico (1950-1973)

Desde fines de los años 40 y a lo largo de los 50, las políticas adoptadas en la mayoría de los países —tanto del bloque capitalista como del socialista— fueron eficaces a la hora de impulsar la recuperación económica en la posguerra. Las tasas más altas de crecimiento económico se alcanzaron en Europa y Japón, donde se consiguió una expansión sostenida durante un cuarto de siglo. Sin embargo, no debe despreciarse el peso y el dinamismo de la economía de Estados Unidos en este periodo. A fines de la Segunda Guerra Mundial, su producto bruto representaba más del 60% del total de las 15 economías más poderosas del planeta, aunque experimentó una tendencia acentuada a la baja en los siguientes dos decenios, hasta llegar a un promedio del 35% al 40% hacia 1970, lugar que ha mantenido hasta principios del siglo XXI.

Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que el descenso de la importancia de Estados Unidos en la economía del mundo fue proporcional y no en términos absolutos. Al finalizar la Segunda Guerra Mundial, su poder industrial era descomunal, en parte debido a que habían ganado la guerra y, en parte, a la destrucción que habían sufrido muchos países de Europa y Asia. A partir de 1950, su hegemonía fue disminuyendo lentamente como consecuencia de la recuperación y el crecimiento económico de otras naciones. No obstante, en la práctica, los datos comparativos dejan en evidencia que la economía de Estados Unidos siguió siendo, con mucha distancia, el motor más poderoso de la economía global. Su superioridad tecnológica así como el tamaño y

dinamismo de sus mercados domésticos no tenían parangón. A lo largo de los años 40, 50 y 60 el producto bruto por habitante creció a una tasa anual promedio del 3%, lo que representaba un incremento extraordinario.[135]

¿Cuáles fueron los factores que más contribuyeron a este auge? De manera resumida, puede sugerirse que estaban vinculados a una conjunción de procesos económicos que se dieron de forma simultánea, algunos de los cuales ya se habían puesto en marcha desde hacía tiempo mientras que otros eran bastante nuevos. En primer lugar, el regreso a una economía de paz en Estados Unidos estimuló la recuperación de las viejas industrias de bienes de consumo —textiles, agroindustriales y bebidas—, que habían estado algo reprimidas durante las hostilidades. A esto se agregó el renovado despegue de las industrias electrónicas, incluyendo la formidable expansión de productos de línea blanca como radios, televisores, heladeras, máquinas de lavar y de secar, entre otros. Por otra parte, se produjo un enorme salto en la industria automotriz y en todos los sectores complementarios que eran sus "satélites": la industria siderúrgica, de caucho, de vidrio y, por supuesto, la petrolera. A su vez, la petroquímica se expandió de manera rápida, en particular gracias al gran éxito de los plásticos y de las telas sintéticas.

Otro factor determinante fue la tremenda vitalidad del sector de la construcción, en especial de viviendas, que cobró gran impulso debido al nuevo modelo de urbanización disperso que caracterizó a Estados Unidos en esta edad de oro del automóvil. Los suburbios se convirtieron en los lugares preferidos de residencia para gran parte de la clase media y alta y estimularon una poderosa industria de construcción de casas, que llegó acompañada por un formidable crecimiento del tendido de las redes

eléctricas y telefónicas en todo el país. Al mismo tiempo, se produjo una extraordinaria expansión de la red de carreteras a lo largo y ancho del país, que alcanzó millones de kilómetros de caminos. Esto proporcionó una enorme cantidad de empleos y un incremento notable del consumo de cemento y asfaltos. El impulso que se dio en la época al sector del transporte automotriz puede compararse con el dinamismo económico que fue resultado de la construcción de ferrocarriles entre mediados del siglo XIX y principios del siglo XX.

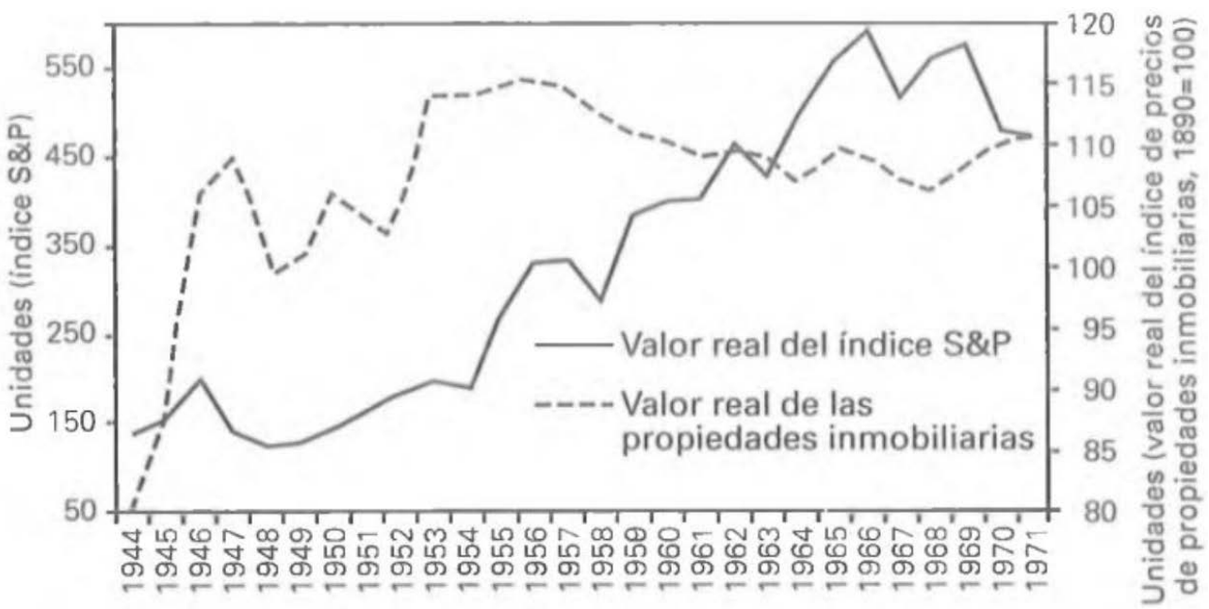
Tampoco debe olvidarse otro elemento que impulsó el dinamismo de la economía estadounidense en los años 50: aunada a las industrias de la paz, se mantuvo en pie una enorme industria bélica. La construcción de aviones, barcos de guerra, tanques, camiones, municiones e inclusive de misiles no cesó y se transformó en lo que el propio presidente Eisenhower denominó "el complejo militar-industrial". Este conjunto de industrias se apoyaba en programas de investigación científica y de ingeniería avanzada, con la colaboración de centenares de universidades. Se trataba de programas de investigaciones muy bien financiados que fueron claves para promover muchas de las nuevas tecnologías que luego servirían de sustento a un proceso de crecimiento sostenido en Estados Unidos y, más tarde, en otros países.

Una de las consecuencias del dinamismo económico y de la innovación tecnológica fue que la inversión en la bolsa resultó atractiva para muchos inversores pequeños, medianos y grandes, ya que se observaba una tendencia hacia un incremento fuerte y sostenido de la rentabilidad de la mayor parte de las empresas que cotizaban en Wall Street, al menos hasta mediados de la década del 60 (véase el Gráfico 3.1.). El auge bursátil fue reforzado por el hecho de que, durante más de dos decenios, el sistema banca-

rio demostró gran estabilidad y ya no hubo pánicos bancarios importantes sino apenas una serie de altibajos bursátiles de poca gravedad.

Gráfico 3.1.

Comportamiento real de la bolsa de valores de Nueva York y del mercado inmobiliario de Estados Unidos, 1944-1971



Fuente: Robert J. Shiller. "Historical housing market data", *Irrational Exuberance*. Princeton: Princeton University Press, 2005 y "Long term stock, bond, interest rate and consumption data since 1871", *Market Volatility*, Cambridge, MA: MIT Press,1989, http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm (consultado el 1 de octubre de 2009).

Todo esto contribuyó a fortalecer el modelo empresarial norteamericano dominante que, en buena parte, descansaba en la consolidación y expansión de las grandes corporaciones manufactureras como General Motors, Chrysler, Ford, U.S. Steel, General Electric, Dupont, Lockheed y las grandes firmas petroleras, entre tantas otras. Estos colosos estaban organizados sobre la base de un esquema multidivisional, lo que les otorgó enormes economías y les dio el liderazgo mundial, como ha demostrado el

destacado teórico e historiador de empresas Alfred Chandler.[136] Asimismo, el predominio de estas firmas favoreció el surgimiento de una nueva clase de gerentes corporativos, analizados con maestría por el economista John Kenneth Galbraith y descritos por sociólogos como una elite de "*organization men*". Estos eran los hombres de trajes grises de muchas películas de la época, que producía y difundía otra gran industria en crecimiento: Hollywood. Pero tal era la presunción de algunos de los ejecutivos que, a fines del decenio de 1950, el gerente de la mayor empresa automotriz declaró sin mayores miramientos: "Lo que es bueno para General Motors es bueno para Estados Unidos".

Es posible que la prosperidad experimentada en esos años haya sido lo que alentó la formación de un consenso entre amplios sectores de la población estadounidenses de que este tipo de afirmaciones de los ejecutivos corporativos era válido. Estaba claro que las grandes empresas no sólo generaban un alto nivel de empleos sino que además mantenían una política de reinversión de una parte importante de sus ganancias, con lo cual se lograba sostener el proceso de expansión económica. Pero esto también era reflejo de la capacidad que tenía el gobierno de regular a ciertas grandes empresas, lo que incluía restricciones a la distribución de ganancias a los accionistas por encima del 6% anual en determinados sectores económicos. Eso fue lo que ocurrió en el caso del monopolio telefónico ATT y de otros tantos colosos del gas y la electricidad. En pocas palabras, se regulaban de manera estricta aquellas industrias conocidas como "*public utilities*", a pesar de que eran firmas de propiedad privada.

Si bien la maquinaria industrial de Estados Unidos funcionaba como un poderoso motor de la economía mundial, resulta sorprendente que fuera pronto superada en rapidez de crecimiento

por las naciones de Europa occidental y de Japón. En esos tiempos de "milagros económicos", Alemania logró un 6% de crecimiento anual del producto bruto a lo largo del decenio de 1950, mientras que Japón alcanzó la cifra récord del 9% anual, algo nunca visto en la historia. Italia —otro de los países derrotados en la guerra— también alcanzó tasas de crecimiento muy altas y pronto se convirtió en una potencia industrial. Las razones de este dinamismo radicaban no sólo en la enorme inversión en la reconstrucción económica y en el desarrollo de nuevas infraestructuras, sino también en la incorporación de una amplia gama de nuevas tecnologías. Estas tecnologías ya eran parte del engranaje industrial estadounidenses pero aún no se habían generalizado en otros países: su importación y adaptación en Europa y Japón permitieron importantes saltos cualitativos.[137] En especial este proceso impulsó de manera dramática la industria electrónica, la petroquímica, la química y farmacéutica, la automotriz y una poderosa industria de bienes de capital y maquinaria en las economías de Italia, Francia, Bélgica, Holanda, Alemania, Suiza, Suecia y, por supuesto, Japón. Esto también dio pie a la consolidación de una serie de grandes corporaciones europeas y japonesas, aunque estas aún eran, en su mayoría, nacionales, ya que los controles sobre los movimientos de capitales todavía dificultaban la expansión de compañías a escala multinacional.

Pese a las restricciones financieras, en el plano comercial e industrial se logró una creciente integración en Europa occidental, como lo demuestra la creación de la Organización Europea de Cooperación Económica (OECE), poco después de la guerra. En 1951 se estableció la Comunidad del Acero y Carbón, que fue impulsada por el ministro francés, Robert Schuman, y su asesor Jean Monnet. Este acuerdo fue de gran importancia, ya que ase-

guraba a los vecinos de Alemania que la vieja potencia no volvería a dedicarse a la promoción de la industria bélica, y permitía pensar en un futuro mercado regional integrado. De manera pausada, y no exenta de contradicciones, se fueron elaborando y firmando una serie de tratados y acuerdos políticos y económicos como el Tratado de Roma (1957), que haría posible la construcción de lo que hoy es la Unión Europea, tarea que requirió varios decenios de esfuerzos muy complejos de cooperación y conciliación política, social y económica.

El extraordinario auge económico que experimentaron tanto Estados Unidos como Europa y Japón desde mediados de siglo tenía sustento en una serie de pactos políticos en cada país. Pero no hay duda de que existía una cierta similitud en los conceptos de fondo. Por ejemplo, un denominador común era la aceptación de políticas económicas de corte keynesiano, que ponían énfasis en la importancia de un alto grado de inversión pública para asegurar el crecimiento y el pleno empleo. Por ese motivo era necesario, en primer término, que los Estados contaran con ingresos regulares y sostenidos, para lo cual fue necesario reformar los sistemas de recaudación tributaria de manera progresiva. En Alemania, por ejemplo, el impuesto sobre la renta representaba apenas un 22% de los ingresos públicos en 1950 pero aumentó hasta el 37% hacia 1970. Similares tendencias se alcanzaron en otros países europeos. Al mismo tiempo, el gasto público aumentó como porcentaje del Producto Interno Bruto (PIB): en Francia pasó del 27% en 1950 al 39% en 1973; en Holanda del 27% al 45% en el mismo periodo; en Gran Bretaña del 34% hasta alcanzar casi el 42%; y en Estados Unidos pasó del 21% en 1950 al 31% en 1973.[138] Otro elemento que favoreció una mejor distribución del ingreso en

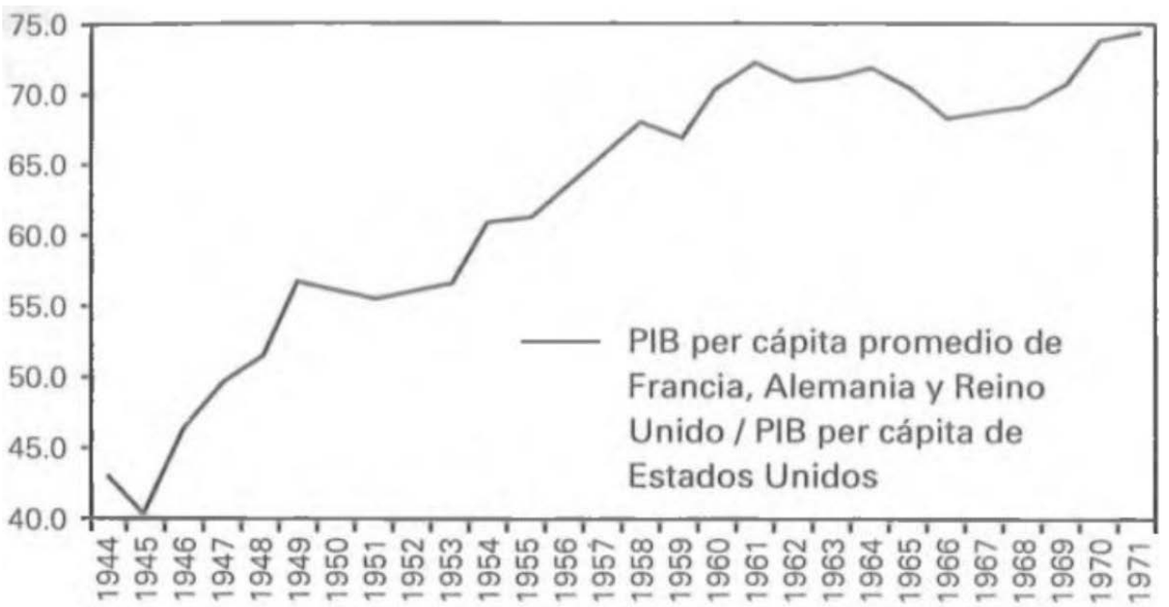
Europa fue el ascenso al poder de partidos políticos que impulsaron políticas sociales que habrían de conocerse en su conjunto como el "Estado de bienestar". El financiamiento del gasto social implicó que los gobiernos asumieran un papel más importante en cada economía.

Todo esto se puede resumir diciendo que, tanto el crecimiento como la estabilidad económica no dependían simplemente de la evolución del sector privado sino también de la participación y regulación económica estatal. En la época se habló con frecuencia de los logros de las "economías mixtas", que tenían un importante componente público. En este sentido, el legado de cooperación ratificado en Bretton Woods fue significativo. Existía un claro consenso entre las elites y clases dirigentes —políticos, empresarios, banqueros, líderes sindicales, académicos y científicos— de que era fundamental una coordinación entre Estado y Mercado para asegurar que no se repitiera otra Gran Depresión u otra guerra mundial. En el caso de Europa, el historiador económico Barry Eichengreen ha acuñado el término "capitalismo coordinado" para explicar esa relación después de 1945, concepto que aclara en alto grado el éxito de la recuperación económica en la posguerra y la posterior expansión en los países que impulsaron lo que hoy en día es la Unión Europea.[139]

En relación con esto, debe tenerse en cuenta que, si bien el ingreso por habitante de Estados Unidos siguió siendo superior durante todo el periodo analizado, otras economías industriales como las de Francia, Alemania e Inglaterra se le fueron acercando cada vez más.

Gráfico 3.2.

Convergencia del PIB per cápita en economías industriales, 1944-1971 (puntos porcentuales)



Nota: A fines de la Segunda Guerra Mundial el PIB per cápita promedio de Francia, Alemania y Reino Unido era menos de la mitad del PIB per cápita de EUA. Al final del periodo, el PIB per cápita de estos países se acercó al norteamericano.
Fuente: Angus Maddison. "Statistics on World Population, GDP and Per Capita GDP, 1-2006 AD", en Home Maddison, http://www.ggdc.net/maddison/ (consultado el 2 de octubre de 2009).

En este proceso fue de vital importancia un conjunto de principios de economía política: el control de movimientos de capitales, una política activa pero flexible de controles arancelarios para regular el comercio exterior y la aceptación del paradigma del pleno empleo. A fin de que pudieran coordinarse estas grandes líneas de acción, cada país aceptó que el banco central operara de común acuerdo con el ministerio de Hacienda en la regulación de las tasas de interés y en la implementación de políticas de inversión pública.[140] Estas medidas otorgaban a los gobiernos una gran influencia en la dinámica de los mercados financieros a escala nacional e internacional. La prioridad era mantener tasas de crecimiento fuertes y sostenidas, lo que depen-

día, a su vez, de tasas de interés estables y bajas. Como resultado, el gremio tradicional de los banqueros privados internacionales perdió protagonismo debido al bajo nivel de flujos de capitales y a la fuerte regulación de los mercados financieros.

En el ámbito de la banca comercial, cada nación adoptó lineamientos de crédito que contribuyeron a proporcionar seguridad a los clientes e inversores. Mantener bajas las tasas de interés permitió extender el crédito en buenas condiciones a las grandes empresas industriales y comerciales de Europa y Japón, las cuales con frecuencia forjaron relaciones estrechas con sus socios financieros. Por su parte, el apoyo a políticas de crédito hipotecario a largo plazo con tasas bajas constituyó un enorme estímulo para la construcción de viviendas y fue una de las bases del pacto social, sobre el cual descansaba el consenso político y económico de las democracias. Tampoco hay que olvidar que en esta época se consolidaron un gran rango de empresas de seguros que ofrecían pólizas de largo plazo, los cuales daban estabilidad y profundidad al mercado financiero e hipotecario. Entre tanto, las bolsas y los mercados de capitales se convirtieron en espacios que se dedicaban, sobre todo, a la compra-venta de bonos del gobierno y/o de valores de empresas grandes y sólidas, lo que disminuía la volatilidad. La escasa innovación en materia de instrumentos financieros y el control sobre los movimientos de capitales condujeron al mismo fin y evitaron colapsos bancarios, bursátiles e inmobiliarios.

Además del control ejercido sobre el sector financiero, deben resaltarse las políticas de inversión pública en la industria, que fueron apuntaladas de manera eficiente por las alianzas establecidas entre el Estado y las empresas. En muchos casos, era indispensable el papel de las empresas estatales, como en Italia, donde se

destacó el Istituto per la Ricostruzione Industriale (IRI), agencia que promovía sectores estratégicos de la industria pesada, la química y los energéticos. Similares funciones cumplió en España el Instituto Nacional de Industria (INI) durante la dictadura de Francisco Franco. Pero es menester recordar que en Alemania, Francia y Gran Bretaña también se destacó el papel del Estado en las empresas recientemente nacionalizadas de ferrocarriles, telecomunicaciones, gas y electricidad. A esto se agregó un fuerte impulso a la promoción de empresas estatales en muchos países en los ámbitos del petróleo, la industria nuclear y la aviación.

En Japón, fue fundamental el papel del Ministerio de Comercio Exterior e Industria (MITI), que coordinaba gran parte de la política económica de la reconstrucción. A su vez, esta agencia promovió la coordinación entre conglomerados de empresas, los cuales controlaban gran parte de la industria pesada japonesa y disponían de sofisticados brazos comerciales y financieros. Es cierto que entre 1945 y 1950, la administración norteamericana en Japón limitó las funciones de los otrora poderosos *zaibatsu* —como Mitsui, Sumitomo o Mitsubishi—, que fueron legendarios en ese país en el siglo XIX y principios del siglo XX, ya que lograron la modernización industrial e impulsaron la economía de guerra entre 1933 y 1945. En la posguerra, se fueron consolidando nuevos grupos empresariales, pero eventualmente, los *zaibatsu* también regresaron y contribuyeron —con el deliberado apoyo estatal— al impresionante aumento de las exportaciones de manufacturas, que fue la base del "milagro japonés" de esa época.[141] De hecho, estos grupos sirvieron de modelo para similares conglomerados industriales-comerciales en Corea, los *kaibol*, que han constituido una parte importante del secreto del extraordinario éxito económico que tuvo ese país en tiempos más recientes.

Las tendencias positivas en crecimiento económico no se limitaron a los países capitalistas avanzados, sino que se vieron replicados a escala mundial en los años 50 y 60, aunque evidentemente existieron diferencias regionales importantes. En Europa oriental, los gobiernos comunistas de las llamadas *democracias populares* ejercieron un papel decisivo en el relanzamiento de las economías después de la terrible guerra. El grueso de las enormes inversiones públicas realizadas se canalizó hacia la industria pesada a expensas de la industria de bienes de consumo y de la agricultura. A su vez, se indujo un traslado muy fuerte de mano de obra del sector rural a la nueva industria y a trabajos en construcción de infraestructura urbana. Pese a las condiciones draconianas de los trabajadores, que sufrieron por largas horas de trabajo, mala salud y fuerte contaminación, el progreso en la acumulación de capital físico fue notable. A lo largo de los años 50, los gobiernos socialistas reportaron altas tasas de crecimiento del producto neto material: Hungría alcanzó un 6% de incremento anual, Polonia un 7%, y Alemania del Este casi un 10%.[142]

La Unión Soviética también logró fuertes tasas de expansión, en particular de su industria pesada y bélica. Pero después de 1970, la época de oro llegó a su fin y los países de Europa del este y la propia Unión Soviética sufrieron una disminución bastante marcada en sus ritmos de crecimiento. En el caso de China popular, las tasas de crecimiento fueron lentas pero sostenidas hasta 1959, cuando se produjo el fracaso del plan de industrialización rural que había impulsado el jefe de gobierno, Mao Tse-tung. Una serie de terribles hambrunas y de pestes de influenza causaron la muerte de varios millones de personas y se produjo un retroceso económico que duró hasta 1964, momento en que el crecimiento se renovó, aunque muy lentamente.

El otro coloso asiático, la India, experimentó tasas de crecimiento más sostenidas si bien bastante bajas a lo largo del periodo, mientras que la economía de Indonesia disfrutó de una pequeña expansión en los años 50 para luego sufrir un notorio estancamiento en los 60. En cambio, entre los países exportadores de petróleo del Medio Oriente, hubo una tendencia al estancamiento en la mayor parte de la década del 50, seguida por un cambio positivo a partir de 1958, cuando comenzó a aumentar la demanda mundial de "oro negro". Entretanto, dos países que carecían de petróleo, Siria y Turquía, logaron un crecimiento sostenido merced a políticas de industrialización doméstica que se vieron acompañadas por la promoción de las exportaciones tradicionales.

En el caso de África, el crecimiento fue desigual, ya que se experimentó un periodo muy difícil debido a la transición experimentada por la mayoría de los países que dejaban de ser colonias para transformarse en naciones independientes. Se produjo una expansión económica bastante sostenida en Sudáfrica, Eritrea, Etiopía, Tanzania y Zambia. Mientras tanto, en el norte de África, Egipto y Marruecos el crecimiento de sus economías fue lento y sostenido. Argelia, en cambio, y como consecuencia de la guerra con Francia (1960-1962), sufrió una caída espectacular del producto interno. Debe tenerse en cuenta que los pobres resultados económicos obtenidos en África y en amplias zonas de Asia no estaban desvinculados de la proliferación de las contiendas bélicas. Como ha señalado el historiador Pedro Pérez Herrero: "La guerra fría fue de paz para Europa y Estados Unidos pero se complicó en otras regiones del planeta. Entre 1950 y 1973 se contabilizaron 165 guerras, con la participación de 71 estados y un saldo de 25 millones de muertos".[143]

Durante esos años, en América Latina no hubo guerras importantes pero sí numerosos golpes de estado. A pesar de esto, los resultados económicos de la llamada "edad de oro" pueden considerarse un notable éxito si bien, a la larga (y algo paradójicamente), no sentaron las bases para un crecimiento sostenido ni equilibrado. En el conjunto de Latinoamérica, el crecimiento entre 1950 y 1970 fue extraordinario: en promedio se alcanzó algo más de un 5% de incremento anual en el Producto Interno Bruto (PIB). Esta cifra es la más alta registrada en el mismo periodo, salvo el caso de Japón, que superó el 8%. Más sorprendente fue el hecho de que en América Latina se hubiera logrado un desempeño tan formidable en medio de una verdadera revolución demográfica. La población pasó de 165 millones de personas en 1950 a 271 millones en 1970, lo que implicaba un incremento del 72%, una cifra superior a la de cualquier otra zona del mundo.[144]

México y Brasil fueron los países que más crecieron en términos de población y de PIB y, por consiguiente, se transformaron rápidamente en los dos "pesos pesados" de la región. En ambos se logró consolidar una planta industrial importante que estaba fundada en tres pilares. En primer lugar, se produjo una fuerte expansión de las industrias de bienes de consumo. En segundo lugar, desde mediados de los años 50, se desarrolló ampliamente la manufactura de bienes de consumo durables —automóviles y aparatos eléctricos de línea blanca—, sobre todo gracias a la entrada de inversiones extranjeras directas que no sólo contribuyeron a la instalación de plantas ensambladoras de coches, camiones y tractores, sino que también permitieron un incipiente desarrollo de fábricas de plásticos, productos químicos y farmacéuticos. En tercer lugar, hubo un notorio despegue del

sector de producción de bienes intermedios —acero, manufacturas de cobre y plomo, cemento, caucho y vidrio— y del sector de energéticos y servicios como la telefonía, la red eléctrica y el gas. En el caso mexicano, estos sectores fueron controlados, alternativamente, por empresas de capital privado nacional o firmas estatales; en cambio, en el caso de Brasil se introdujeron modalidades más complejas que hicieron posible una asociación más estrecha entre el capital privado doméstico, el capital multinacional y el capital público.[145]

En los países mayores de América Latina, el grueso de la expansión industrial y comercial fue financiado con base en la reinversión de capitales acumulados de forma local. En este proceso ejercieron un destacado papel los bancos domésticos y la banca de desarrollo, que en algunos casos (como el de la Argentina y México) recibían directrices de los gobiernos respecto de los porcentajes de crédito que se esperaba canalizaran a sectores estratégicos para el desarrollo. En cambio, aún tenían poca importancia los mercados de capitales formales (bolsas) que seguían siendo pequeños y servían esencialmente para la colocación de deuda pública interna. Pero un dato positivo es que, antes de 1965, esta región vivió una de las épocas de menor endeudamiento externo.

A pesar de estos considerables logros, eran muchos los obstáculos que debían sortear para lograr un crecimiento más sostenido y equilibrado. En primer lugar, no se logró crear una industria local de bienes de capitales (salvo en el caso de Brasil), lo que implicó una fuerte dependencia tecnológica que continúa hasta hoy en día. En segundo lugar, las reformas agrarias emprendidas en los años 60 fueron limitadas e ineficaces, por lo que no mejoró la situación de decenas de millones de campesinos que seguían

en niveles de pobreza de moderada a extrema. En tercer lugar, la industrialización se hizo sin una adecuada planificación urbana, y esto generó el crecimiento desordenado de megaciudades con enormes bolsones de población que vivían en pésimas condiciones. En cuarto lugar, la inestabilidad política y las constantes amenazas de golpes militares, que contaban con apoyo del Pentágono, hicieron extremadamente difícil consolidar la vía parlamentaria hacia la modernización.

Por último, el desarrollo económico alcanzado en Latinoamérica se descansó en estructuras fiscales y monetarias de considerable fragilidad. Debido a la falta de reformas fiscales profundas, a partir de los años 50 fueron comunes los déficit presupuestarios de los gobiernos. Muchos países eran proclives a usar "la maquinita" para imprimir dinero; algunos gobiernos exigían a los bancos centrales que aumentasen la emisión de moneda con el objetivo de cubrir el déficit público, aun cuando no contaban con un adecuado respaldo de divisas fuertes. El efecto inevitable eran episodios intensos de inflación y, en varias ocasiones, crisis cambiarias.

Si bien era débil la participación de América Latina en el sistema financiero internacional de la posguerra, la situación se modificó con una pequeña corriente de inversiones extranjeras directas que comenzó a llegar a la región a partir de 1955. El Fondo Monetario Internacional y el Club de París —grupo de banqueros y gobiernos acreedores— ejercieron una creciente actividad y control sobre los ministros de finanzas latinoamericanos con el fin de asegurarse que reconocieran "las reglas del juego" vigentes bajo el sistema de Bretton Woods. De hecho, el FMI encontró en esta región su campo de acción favorito desde fines de la década del 50 en adelante, pues era allí donde tenía

mayores posibilidades de ejercer su influencia y difundir sus doctrinas ortodoxas. En parte, esto se debía a la relativa debilidad de los gobiernos y bancos centrales de la región pero, además, se asentaba en la colaboración de las elites tecnocráticas, que reconocían en el FMI un aval para determinadas políticas de ajuste en situaciones de crisis fiscal o cambiaria. Esto quedó de manifiesto con los programas de choque para controlar los brotes inflacionarios que fueron aplicados con apoyo del FMI en Chile (1956-1958), la Argentina (1959-1962), Bolivia (1956), Perú (1959), Uruguay (1959-1962) y Brasil (desde 1964, cuando asumió el poder la dictadura militar que gobernaría ese país por varios años).

En suma, los brotes inflacionarios y las crisis cambiarias fueron frecuentes en América Latina en esta época pero, en cambio, no se desataron importantes crisis bancarias ni tampoco se registraron colapsos significativos en las bolsas regionales, las cuales aún acusaban un bajo grado de desarrollo. En pocas palabras, en los años 60, los problemas latinoamericanos realmente no tenían posibilidad de afectar a los mercados financieros internacionales. En contraste, las circunstancias eran muy diferentes en los países más avanzados, donde la creciente inestabilidad monetaria de ese periodo pronto puso en jaque al sistema del patrón dólar y por ende a los lineamientos fundamentales del sistema de Bretton Woods.

Inestabilidad monetaria en Europa y en Estados Unidos en los años 60

El patrón dólar/oro como moneda de reserva funcionó bien en los años 50, cuando la hegemonía económica de Estados

Unidos estaba en su cúspide y, además, los países de Europa occidental seguían dependiendo de la importación de bienes de capital y de la incorporación de las tecnologías estadounidenses. Pero desde 1958, cuando las naciones europeas más dinámicas regresaron al esquema de convertibilidad para sus transacciones comerciales, se pudo observar que los lineamientos originales del sistema de Bretton Woods volvieron a la palestra.[146] Sin embargo, el hecho de que hubiera tasas de cambio algo más flexibles hacía mucho más complejo el manejo de las políticas y los mercados monetarios.

Desde principios de la década del 60, nuevas condiciones contribuyeron a crear incertidumbre. En primer lugar, el pronunciado aumento de las exportaciones de Alemania y Japón y los consecuentes déficit comerciales de Estados Unidos generaron crecientes presiones sobre el dólar. En tanto estos países acumulaban reservas, Estados Unidos experimentaban cada vez mayores dificultades para alcanzar un equilibrio en su balanza de pagos y para defender la convertibilidad del dólar sin disminuir demasiado sus reservas de oro.

Al mismo tiempo, el aumento de los flujos de capitales a escala internacional fue minando los regímenes de control de capitales que habían sido piezas claves de las políticas económicas durante la posguerra. Los artículos de la constitución del FMI suponían que estos controles podían reprimir la especulación monetaria que generaba inestabilidad en diversas economías nacionales. Los efectos de las corridas especulativas eran visibles en muchos países en vías de desarrollo, que sufrían frecuentes caídas en sus reservas, pero también se observaron en Europa occidental, en especial a raíz de varios ataques especulativos contra la libra esterlina en 1961, 1964 y 1967, debido a los déficit comer-

ciales de Inglaterra, y por el aumento del valor del marco alemán en relación con la libra esterlina.

En estas circunstancias, se hizo manifiesto que el régimen de Bretton Woods adolecía de adicionales y serias fallas en la resolución de conflictos entre las principales potencias. De acuerdo con Robert Solomon, entonces alto consejero de la Reserva Federal, esto se confirmaba en la debilidad del FMI. Un ejemplo claro se observa en el hecho de que las medidas para reestablecer equilibrios en la balanza de pagos requerían la aplicación de programas de ajuste muy severos diseñados por el citado organismo. Si bien eso era factible en el caso de los países latinoamericanos, no lo era tanto cuando se trataba de los países industriales más poderosos. Así lo señaló Paul Volcker, quien entonces ocupaba un cargo de alto funcionario del Tesoro de Estados Unidos. Citó a un colega latinoamericano y comentó ácidamente:

> Cuando el Fondo consulta con un país pobre y débil, ese país se somete. En cambio, cuando se trata de un país grande y fuerte, es el Fondo quien se somete. Y cuando los países fuertes están en conflicto, entonces el Fondo se sale de la línea de fuego.[147]

La inoperancia del FMI se hizo notar en el momento en que se acentuaron las rivalidades entre los países europeos y Estados Unidos, especialmente en lo que se refería a las paridades de las monedas fuertes. Desde mediados de los años 60, Francia —que siempre estuvo preocupada por mantener fuertes reservas de metálico para asegurar la defensa del franco— adoptó una política agresiva de compra de oro. Diversos estudios sugieren que la política nacionalista del presidente de Francia, Charles de Gaulle

(1959-1969), fue uno de los factores que contribuyó a debilitar los acuerdos monetarios entre los países industrializados y a precipitar la caída del régimen cambiario vigente.[148] El jefe de estado francés deseaba limitar el poder militar y económico que seguía ejerciendo Estados Unidos en Europa y por ello propuso una especie de juego de ruleta para debilitar al dólar. Amenazó con convertir una parte de las abundantes reservas monetarias francesas de dólares en oro. Esto representaba un serio problema para la Reserva Federal y para el Tesoro de Estados Unidos, que deseaban evitar una fuerte salida de metálico. Eventualmente, el general De Gaulle tendría éxito, pero la estrategia no rindió los resultados esperados.

De todas formas, la defensa de la convertibilidad de las principales monedas, con base en muy pequeños márgenes de ajuste con respecto al patrón dólar/oro (*pegged exchange rates*), se mantuvo hasta 1971. Una élite de ministros de finanzas y de banqueros centrales de Europa, Estados Unidos y Japón luchó para sostener los principios del régimen de Bretton Woods a lo largo del decenio de 1960. Esto se logró merced a un acuerdo común entre bancos centrales y tesorerías para adquirir oro (*gold pool*) en determinadas coyunturas, facilitando la redistribución del metálico a aquellos países que tuvieran la necesidad de equilibrar sus balanzas de pagos. Esta historia no es bien conocida pero es importante para entender un capítulo clave de la evolución del sistema monetario global y también uno de sus fracasos más transcendentes cuando se abandonaron los acuerdos en 1971.

No suele ser fácil descubrir las razones profundas de las estrategias que discuten y adoptan las élites tecnocráticas y financieras de cualquier época, ya que la discreción —o si se quiere, el secreto— es uno de los instrumentos más apreciados por esta podero-

sa casta de individuos. En tanto operan en la intersección de las finanzas públicas y privadas, los altos funcionarios de los ministerios de finanzas y los directivos de los bancos centrales no suelen hablar mucho en público porque afirman que esto puede afectar a los mercados y porque temen que los especuladores financieros usen sus declaraciones para operar en contra de una determinada divisa o política. También es cierto que hablar poco les permite encubrir las estrechas relaciones que los unen con la gran banca privada, que es siempre el principal cliente de los bonos gubernamentales, cuya colocación es indispensable para el manejo de las finanzas públicas.

No obstante, existen testimonios invaluables que han publicado algunos de los actores más destacados del mundo moderno de las finanzas. Un ejemplo importante por su sinceridad es el libro de memorias de Paul Volcker y de Toyoo Gyhoten, ambos altos funcionarios que tuvieron muchísimo que ver con la formulación de las políticas monetarias a nivel mundial durante casi treinta años, en especial entre 1960 y 1987.[149] Volcker fue por mucho tiempo subsecretario del Tesoro de Estados Unidos y luego, entre 1979 y 1987, pasó a ocupar el cargo de jefe del Federal Reserve Bank, que es casi como decir que era director de un banco central con alcance mundial. Por su parte, Gyhoten fue subsecretario de finanzas de Japón durante dos decenios y participó en todas las importantes reuniones internacionales sobre acuerdos (y desacuerdos) monetarios de la comunidad de las naciones más poderosas. Estos dos grandes actores del teatro financiero mundial explican en su libro los cambios de políticas monetarias a lo largo de las administraciones de John Kennedy (1960-63), Lyndon Johnson (1963-1968) y Richard Nixon (1968-1974).

Quizás el problema más complicado que enfrentaron los presidentes estadounidenses y sus gabinetes fue la dificultad para comprender la importancia que tenía mantener una estrecha cooperación con las autoridades financieras de Europa y de Japón a fin de asegurar el funcionamiento fluido de las transacciones internacionales y la estabilidad en las relaciones entre los diferentes regímenes monetarios nacionales. Como señala Volcker, fueron los tecnócratas financieros los que establecieron una serie de foros de discusión entre los altos representantes de Estados Unidos y del "club de países que había asumido responsabilidades por mantener el sistema" (que incluía a Canadá, Gran Bretaña, Francia, Bélgica, Italia, Holanda, Suecia y, desde 1960, a Japón). En primer término, crearon un comité que estableció los lineamientos para los préstamos entre países —General Agreements to Borrow (GAB)—, que estaba en consonancia con el FMI. Luego, este grupo dio pie a las reuniones del llamado Grupo de los Diez, precursor de todos los grupos posteriores —el G-5, G-7, G-24 y G-20— y que vinieron a poblar el escenario de las finanzas oficiales internacionales y que, de hecho, son actores importantes en las crisis financieras contemporáneas.[150] Hoy en día, sin embargo, a estos foros estratégicos ya no los encabezan los secretarios de tesoro sino los presidentes de las naciones, lo cual sugiere de qué manera la gestión de las finanzas globales se ha convertido en uno de los ejes principales de la política mundial.

En los años 60, sin embargo, eran más bien los funcionarios financieros los que tomaron la delantera en intentar coordinar políticas para dar estabilidad al sistema de los países capitalistas. Algo similar, pero a la vez muy diferente, ocurría en el Comecon, organismo de coordinación de la Unión Soviética y sus satélites.

Sobre el manejo de las políticas monetarias entre las naciones socialistas, sin embargo, existen pocos testimonios publicados de funcionarios que hayan participado activamente en estos ámbitos. Por eso es que no se tiene una idea muy clara acerca de los "tejemanejes" y luchas por el control de las políticas financieras y comerciales dentro de aquel conglomerado plurinacional, dominado de manera severa por la Unión Soviética. Pero de lo que no hay duda es de que los altos mandos de la Unión Soviética no iban a permitir que hubiera sospechas respecto de la solidez de su moneda, el rublo; la estabilidad monetaria sería garantizada por el Estado. En este sentido, los actores menores en los territorios del "socialismo real" no tenían la más mínima posibilidad de influir en las grandes líneas de la política económica y financiera.

En cambio, en Estados Unidos y Europa, a fines de los años 60, los gobiernos comenzaban a ser rebasados en el ámbito de las finanzas por una serie de nuevos actores: las empresas multinacionales y los bancos globales. Al depositar y manejar grandes sumas de dinero en Europa, estas firmas contribuyeron a crear nuevos instrumentos bancarios como los Eurodólares, que —a su vez— generaron nuevos mercados financieros. Al tiempo, se intensificaron los flujos internacionales de capitales en forma de inversión extranjera directa e inversión de portafolio. El resultado también fue la rápida expansión de los mercados de divisas, que alcanzó un volumen de operaciones y de especulaciones sin precedentes.

Todavía en los años 1969 y 1970, la estabilidad relativa en los valores de las diferentes monedas —dólar, marco, franco, lira, yen, etc.— se sostuvo, pese a la creciente presión y a la volatilidad en los mercados. Pero para la primavera y verano de 1971, la especulación en contra del dólar iba *in crescendo* debido a un déficit en la balanza de pagos de 13 mil millones de dólares de los propios

Estados Unidos. La demanda mundial por oro aumentó de pronto, y el banco de la Reserva Federal comenzó a sentir las presiones sobre sus tenencias, celosamente guardadas en Fort Knox, de las cuales tuvo que empezar a desprenderse poco a poco.

El fin del sistema de Bretton Woods se acercaba. El déficit estadounidense no podía reducirse tanto por razones comerciales como por la sangría que causaba la guerra de Vietnam, que iba muy mal para el ejército norteamericano. Después de la intervención militar en Camboya en abril de 1970, el Senado de Estados Unidos redujo la autonomía de la administración presidencial para conducir la guerra y, en octubre de ese año, el jefe de gobierno, Richard Nixon, anunció un plan general de paz. Sin embargo, la iniciativa no fue aceptada por Vietnam del Norte y el conflicto se prolongó. Los gastos militares seguían siendo enormes y provocaron un desequilibrio cada vez mayor en las finanzas gubernamentales de Estados Unidos. Como resultado, Nixon solicitó el apoyo de la Reserva Federal para aumentar la emisión de dinero, lo cual indefectiblemente incrementó la incertidumbre respecto del sostén de la paridad del dólar.

En medio del caluroso verano de 1971, Richard Nixon convocó a sus principales asesores económicos a una reunión en la casa de campo presidencial, Camp David. La conferencia secreta se celebró los días 14 y 15 de agosto de 1971. Participaron quince de las principales figuras del gobierno, entre las cuales se contaban el secretario del Tesoro, el texano John Connally; el director de la oficina de presupuesto, George Schultz; el jefe de la Reserva Federal, Arthur Burns; el jefe del Consejo de asesores económicos de la presidencia, Paul McCraken; y una decena adicional de altos funcionarios del gobierno y de asesores de Nixon.

La recomendación final fue propuesta con energía por Connally. Se resolvió suspender la llamada "ventana del oro" de la Reserva Federal, lo que implicaba que ya no se podrían intercambiar dólares por el metal áureo.

Para los países europeos y para Japón, esta decisión fue una sorpresa mayúscula. Mientras que algunas naciones tuvieron que revaluar sus monedas de manera pronunciada, otras tuvieron que devaluar, iniciándose así la era de los tipos de cambio flexibles. Los acuerdos de Bretton Woods habían llegado a su fin y comenzaba una nueva época con un grado mucho mayor de volatilidad financiera a escala internacional.

Capítulo 4

Orígenes de la globalización contemporánea, 1973-1990: ¿Por qué hubo auge y crisis de la deuda externa de los países en desarrollo?

El 6 de octubre de 1973, los ejércitos de tierra y las fuerzas aéreas de Egipto y Siria iniciaron un ataque masivo y simultáneo contra Israel. El ejército egipcio logró cruzar el canal de Suez y ocupar una parte del desierto del Sinaí, penetrando las extensas defensas israelíes que allí estaban instaladas desde fines de la anterior guerra (1967). Alrededor de 1.700 tanques egipcios lograron derrotar a las divisiones armadas israelíes y provocaron una baja de cerca de 500 tanques en varios días de combates. Más al norte, el ejército de Siria invadió los Altos del Golán con 1.300 tanques y millares de tropas de infantería, lo que desató una intensa batalla que duró dos semanas. Después de las derrotas sufridas en el comienzo, las fuerzas armadas de Israel consiguieron hacer retroceder a sus contrincantes hasta el punto de aislar al Tercer ejército egipcio en el Sinaí. El 22 de octubre, las Naciones Unidas adoptaron una resolución —apoyada por el Consejo de Seguridad— para instar a las partes a un cese del fuego, que se puso en marcha poco después.

Las hostilidades militares pronto terminaron, pero la guerra

Biblioteca Sapiens Historicus

económica recién se iniciaba. Desde mediados de octubre, una coalición de naciones árabes productoras de petróleo adoptaron una estrategia coordinada para usar el "oro negro" como instrumento de presión en contra de Estados Unidos y también para fortalecer su control sobre los recursos naturales, que desde hacía mucho tiempo eran explotados por las grandes empresas petroleras angloamericanas. Esta estrategia nacionalista no era una sorpresa. El 15 de septiembre, un mes antes del estallido de la guerra, seis países árabes, miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), habían anunciado un plan para presionar por un aumento de su participación en el negocio petrolero y reclamaron un distanciamiento de Israel por parte de los países importadores de petróleo. El 16 de octubre ratificaron una duplicación en el precio del energético y, poco después, un embargo a las exportaciones a Estados Unidos por apoyar a Israel en la guerra.

Muchos analistas consideran que el choque petrolero de fines de 1973 fue una de las principales causas de la larga recesión que habría de socavar a gran número de economías en el mundo durante el siguiente decenio. Sin embargo, el pico del petróleo no fue el único factor que provocó la prolongada caída de la inversión en los países industriales. Otras variables estructurales aún más importantes fueron el debilitamiento de las industrias de Estados Unidos y de Europa occidental pero también de la Unión Soviética y de Europa del Este, que entraron en una etapa crítica, con tasas de crecimiento muy bajas. A esto habría que sumar el hundimiento del sistema monetario de Bretton Woods que, a partir de 1971 y hasta 1973, contribuyó a la creciente volatilidad de los mercados financieros mundiales.

A pesar de la recesión en los países industriales, desde 1974 se

produjo un sorprendente aumento de los flujos de capitales a escala mundial, en gran parte canalizados hacia deudas soberanas de los países en desarrollo y, en especial, hacia Latinoamérica. Los mayores bancos de Estados Unidos, Europa y Japón aprovecharon el reciclaje de altos volúmenes de "petrodólares" para extender el radio de sus negocios. Es por esto que una pregunta que hacemos en las páginas siguientes consiste en saber si es posible afirmar que los verdaderos antecedentes de la globalización financiera moderna se encuentran en estos poderosos flujos internacionales de capitales de los años 1970 a 1982.

En este contexto, el capítulo explora las causas inmediatas y las consecuencias desgarradoras de las crisis de deudas soberanas de los países en desarrollo, las cuales arrancaron en 1982, luego del anuncio de la virtual suspensión de pagos realizado por el gobierno de México. Las múltiples moratorias para el pago de la deuda externa adoptadas por la mayoría de los países latinoamericanos no les permitieron escapar de profundas y prolongadas recesiones, que fueron calificadas en la región como "la década perdida". Además, durante algunos años la suspensión de pagos amenazó a una parte importante del sistema bancario internacional. La prolongada crisis fue tan fuerte que puede considerarse uno de los mojones fundamentales de la historia económica y financiera moderna.

Post mórtem de Bretton Woods, 1971-1973: La larga recesión y la estanflación de los años 70

La noche del 16 de agosto de 1971, Richard Nixon anunció una nueva política económica (New Economic Program) a los

medios masivos. A fin de contrarrestar los posibles efectos negativos del anuncio del abandono de la paridad tradicional del dólar/oro —que podía ser visto como un signo de debilidad—, Nixon declaró que se adoptaría una amplia gama de medidas defensivas y proteccionistas para apuntalar la economía de Estados Unidos. Estas incluían un impuesto adicional sobre las importaciones, así como un plan de control de salarios y de precios en todo el país. A su vez, el presidente obtuvo el compromiso del director de la Reserva Federal, Arthur Burns, de rebajar las tasas de interés para, de esa manera, promover un intenso estímulo a la economía antes de las elecciones de 1972. Este discurso nacionalista fue bien recibido entre la mayoría de la población y se produjo una fuerte, aunque breve, recuperación de la economía, la cual aseguró la reelección de Nixon y la derrota del candidato demócrata, George McGovern.

Sin embargo, el nuevo plan económico no pudo evitar la creciente debilidad del dólar, que se enfrentaba a presiones devaluatorias tanto por el aumento de las importaciones (que superaban a las exportaciones) como por el déficit del gobierno a raíz de la prolongada y muy costosa guerra de Vietnam, en la que Estados Unidos estaba cosechando sucesivas derrotas. Además, el simple hecho de soltar el ancla tradicional del oro creaba problemas enormes para todas las demás economías porque Washington podía aprovechar la situación para inundar el mundo con dólares con el simple objeto de equilibrar su balanza de pagos. En principio, los países europeos y Japón se negaron a revaluar sus monedas. Con el propósito de convencerlos, Nixon envió en una gira internacional al subsecretario del Tesoro, Paul Volcker, seguido luego por el secretario del Tesoro,

John Connally, quienes se reunieron en público y en privado con ministros de finanzas de Europa occidental y Japón. Después de una serie de cónclaves de los ministros del G-10 en Londres y en Roma, se convocó a los delegados de los países industriales a una gran reunión en el Instituto Smithsonian en Washington. Los primeros días de diciembre de 1971 se llegó a una serie de acuerdos que tenía como objetivo sostener un sistema estable de tasas de cambio de las principales monedas: después de devaluar el dólar un 10%, el yen se revaluó un 17% y el marco un poco más del 13%.

No obstante esta coordinación preliminar, el aumento de la inflación en Estados Unidos debilitó el sustrato del consenso alcanzado y, después de la explosión de los precios del petróleo a fines de 1973, no pudo evitarse la libre flotación de las monedas. Esto fue celebrado por el economista Milton Friedman y sus colegas monetaristas, quienes afirmaron que lo mejor era desregular y someterse al libre juego de las fuerzas del mercado. Friedman tenía una gran influencia sobre el nuevo secretario del Tesoro, George Schultz. A partir de entonces, la escuela monetarista impulsó una campaña ideológica conservadora de descalificación del neokeynesianismo en las altas esferas del poder en Washington y en muchos departamentos de economía de las universidades norteamericanas.[151] En 1974, cuando se levantaron los últimos controles sobre los movimientos de capitales en Estados Unidos, la mayoría de los gobiernos europeos y Japón habían abandonado los regímenes de tipo de cambio fijo y sus tipos de cambio flotaban, es decir, se habían vuelto flexibles. Las últimas barreras a la globalización financiera se habían derrumbado.

La flexibilización de los tipos de cambio amenazó a todas las

economías, pero al mismo tiempo reforzó los ya considerables flujos de capitales a escala internacional. Las empresas multinacionales y los grandes bancos (que los acompañaban en su proceso de expansión mundial) se beneficiaron enormemente con la apertura. También ofreció grandes oportunidades a los más acaudalados inversores —tanto del centro como de la periferia—, ya que ahora contaban con mayores posibilidades de colocar fondos fuera de su país de residencia, en muchos casos en los nuevos paraísos fiscales que comenzaron a proliferar, especialmente en el Caribe y en los países más pequeños de Europa.

Pronto volvió a instalarse la inestabilidad financiera en los mercados mundiales y fue posible identificar nuevos ciclos de especulación y burbujas de endeudamiento similares a las de periodos anteriores a la gran crisis de 1929. Estas tendencias provocaron una creciente preocupación entre los economistas críticos o heterodoxos, como era el caso de Hyman Minsky, quien fue de los primeros en construir una nueva teoría sobre la inestabilidad inherente de los mercados financieros. En forma paralela, otro economista con una enorme experiencia en finanzas y comercio internacional, Charles Kindleberger, publicaría un libro muy citado en 1978 sobre pánicos y crisis financieras que tenía como objetivo alertar al público de las amenazas latentes que contenía la nueva coyuntura.[152] Vale la pena recordar que estas corrientes de pensamiento contribuyeron a trazar algunas de las bases de reflexión de las escuelas que analizan las causas de la volatilidad en los mercados financieros. Hoy en día se expresan en las interpretaciones psicológicas publicadas por inversionistas y especuladores financieros como George Soros y en los estudios de las series históricas de la bolsa

y de los mercados inmobiliarios que llevan la firma de economistas como Robert Shiller, quien —al analizar las tendencias de largo plazo— anticipó y explicó muchas de las causas del derrumbe financiero de 2008-2009.

Pero volvamos a las explicaciones que han ofrecido los historiadores para dilucidar la situación notablemente contradictoria de la economía mundial en los años que siguieron al derrumbe del régimen de Bretton Woods. Pese a la breve recuperación económica de 1972, pronto se instaló una prolongada recesión económica en Europa, Estados Unidos y Japón, la cual ha sido descrita como la época de "estanflación", o de estancamiento económico con inflación (*stagflation*).

Para muchos testigos bien informados de la época, el gran problema consistía en la incapacidad de la Reserva Federal para enfrentar el incremento lento pero seguro de la inflación en Estados Unidos. Esta había ganado fuerza desde fines de los años 60 como consecuencia de los costos que generaba la guerra en Vietnam y los programas de aumento de gastos públicos a nivel doméstico por parte de los presidentes Johnson y Nixon. Sin embargo, el director de la Reserva Federal, Arthur Burns, demostró desde 1971 en adelante que estaba más atento a los reclamos de las sucesivas administraciones presidenciales de alimentar a los mercados crediticios que en restringir las tendencias inflacionarias. Altos funcionarios del Tesoro como Robert Solomon y Paul Volcker señalaron que el entonces jefe del banco central no parecía entender la importancia de contrarrestar los crecientes déficit públicos de la época con una política monetaria restrictiva.[153]

Como consecuencia, la mayor economía del mundo tendió a exportar sus problemas monetarios y fiscales a otros países con

los que tenía importantes relaciones comerciales y financieras. He aquí una de las clásicas contradicciones de ese periodo y también del presente, pues en Washington parece frecuente que se considere que las políticas de la Reserva Federal son privativas de Estados Unidos y que sus consecuencias no son relevantes para otras naciones. Esta contradicción de fondo es avalada por el Fondo Monetario Internacional (FMI) cada vez que pregona a los países menos desarrollados que "ajusten sus cinturones", aun cuando el país más rico del mundo no cuida ni su moneda ni sus finanzas públicas. Así, desde 1971, la Reserva Federal y el Tesoro de Estados Unidos han aprovechado, una y otra vez, la prerrogativa de emitir más y más dólares y de utilizarlos para cubrir el déficit público y la balanza de pagos de esa nación, sin asumir la adecuada responsabilidad por el incremento de la circulación de su moneda a escala global y sin asegurar el respaldo equivalente en metálico u en otras divisas fuertes. En este sentido, las autoridades financieras estadounidenses no enfrentan las mismas restricciones que sus pares en otras economías abiertas: disfrutan de enormes ventajas por disponer de una hegemonía monetaria que se asienta, en parte importante, en su poderío político y militar.

Los efectos de la inflación estadounidense a lo largo de los años 70 pueden observarse en la tendencia que experimentó la bolsa de Nueva York, donde se registraron cotizaciones que descendieron abruptamente a partir del primer choque petrolero en 1973 y que luego se mantuvieron estancadas hasta mediados de los años 80 (véase Gráfico 4.1.). En el mercado de viviendas de Estados Unidos, que es el sector más importante para evaluar la riqueza promedio de la mayoría de los ciudadanos, la tendencia de los precios reales de las casas fue de estancamiento. De hecho,

esta tendencia no se revertería sino hasta mediados de la década del 80, cuando ya se habían producido cambios dramáticos en las políticas crediticias y monetarias de la Reserva Federal.

Gráfico 4.1.

Comportamiento real de la bolsa de valores de Nueva York y del mercado inmobiliario de Estados Unidos, 1973-1990



Fuente: Robert J. Shiller, "Historical housing market data", *Irrational Exuberance*. Princeton: Princeton University Press, 2005 y "Long term stock, bond, interest rate and consumption data since 1871", *Market Volatility*, Cambridge. MA: MIT Press,1989, http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm (consultado el 1 de octubre de 2009).

Entre los elementos que agudizaron la recesión también hay que tener en cuenta el aumento repentino de los precios de los productos agrícolas que se produjo entre 1973 y 1974 como consecuencia de una serie de cosechas fallidas a escala internacional.[154] Pero sin duda fue decisivo el ya mencionado incremento del precio del petróleo a raíz de la guerra árabe-israelí. La fecha clave fue el 16 de octubre de 1973, cuando los miem-

bros árabes de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) acordaron forzar un incremento del precio del oro negro. El valor del barril de crudo subió a más de cinco dólares y luego seguiría subiendo hasta alcanzar los doce dólares, muy por encima de su tradicional nivel de apenas tres dólares (véase Gráfico 4.2.). Estos incrementos cambiaron la historia económica mundial durante un decenio, ya que se tradujeron en un enorme aumento de los costos de energéticos para muchas industrias en los países del centro y de la periferia. El efecto financiero fue fulminante: la bolsa de Nueva York perdió 97 mil millones de dólares en seis semanas. El índice S&P 500 perdió casi el 15% de su valor entre el 16 de octubre y el 30 de noviembre de 1973.

Las respuestas de los grandes países consumidores de petróleo fueron variadas. Estados Unidos dependía menos que Japón o Europa de las importaciones de petróleo, pero la amenaza de la OPEP era suficiente para llevar al gobierno a congelar los precios domésticos del petróleo y, además, anunciar el lanzamiento de una serie de programas que mejorarían la administración de los energéticos. El secretario del Tesoro William E. Simon creó la nueva y poderosa Oficina Federal de Energía. En Europa, se adoptaron medidas drásticas para reducir el consumo de petróleo y se iniciaron programas de desarrollo de energías alternativas. El alza de los precios también produjo reacciones defensivas en América Latina, en particular en Brasil, donde se pusieron en marcha programas de producción de etanol, un energético derivado del alcohol de azúcar.

En contraste, los países miembros de la OPEP se beneficiaron enormemente de las nuevas políticas: puede estimarse que, en conjunto, recaudaron más de 800 mil millones de dólares adicio-

nales en ingresos fiscales entre 1974 y 1982 a raíz de las acciones del cartel petrolero. Una parte importante de estos fondos sirvieron para aumentar el gasto público en los países árabes pero, por desgracia, un alto porcentaje fue destinado a la compra de equipo militar, sobre todo de empresas de Estados Unidos y la Unión Soviética, pero también de Francia y Gran Bretaña. Los negocios vinculados con la venta de armas representaron una de las ventanas de oportunidades más lucrativas para un grupo selecto de las mayores corporaciones multinacionales existentes durante este periodo de recesión mundial.

Hacia fines de 1974, el ingreso promedio de las personas en Medio Oriente alcanzó 845 dólares per capita, pero increíblemente los gobiernos de la región destinaban más de 135 dólares per capita a gastos militares. Las empresas de armamentos de Estados Unidos, Gran Bretaña y Francia hicieron su agosto con la venta de aviones, tanques y armamento ligero al Medio Oriente. Los mayores bancos de estos países también aprovecharon al máximo esos nuevos negocios internacionales, lo que les permitió revertir en parte la baja en ganancias que estaban sufriendo en los mercados financieros domésticos. Las comisiones y la corrupción fueron tan extraordinarias como escandalosas. En el caso de las compañías estadounidenses de armas más destacadas, como Lockheed y Northrop, una parte importante de sus ventas fue canalizada a través de las oficinas del Pentágono. Un ejemplo basta como "botón de muestra": con apoyo de las agencias oficiales de Estados Unidos se vendieron cerca de 10 mil millones de dólares en armas al gobierno de Arabia Saudita entre 1973 y 1976.[155] La Unión Soviética, por su parte, vendió aún más armas —sobre todo tanques y aviones— a países como Irak, Siria y Libia.

Otro negocio financiero que surgió del enorme superávit acumulado por los países exportadores fue el reciclaje de miles de millones de "petrodólares". Buena parte de los gobiernos árabes depositaban sus reservas en cuentas a corto plazo en bancos globales de Estados Unidos o Europa. Estos, a su vez, tenían necesidad de invertir los fondos a tasas rentables, pero encontraban dificultades para realizarlo en los países industriales por la recesión económica y el estancamiento de las bolsas. Una alternativa consistió en canalizar estos dineros hacia préstamos para numerosos países en vías de desarrollo, ya que pagaban tasas de interés relativamente altas. Entre los nuevos deudores se contaron —aunque suene paradójico— tanto los países exportadores como los importadores de petróleo.

El precio del oro negro siguió aumentando hasta 1979, cuando se produjo un nuevo pico, aun mayor que el de 1973, a raíz de la caída del régimen dictatorial del Shah Reza Pahlavi en Irán (véase Gráfico 4.2.). Pero debe recordarse que los beneficiados con los aumentos del precio del petróleo no fueron sólo los miembros de la OPEP, sino también algunos países que estaban afuera de esta organización, como México. Los ingresos tan altos derivados del oro negro, sin embargo, producían distorsiones en las economías de diversos países exportadores. Algunos economistas han argumentado que los efectos pueden describirse en función del modelo descrito como la "enfermedad holandesa", metáfora aplicable a situaciones en las que los enormes beneficios derivados de recursos naturales —en este caso la renta petrolera— pueden generar incentivos para aumentar el consumo de bienes importados y reducir la inversión en la industria doméstica, dificultando un desarrollo más equilibrado.

Gráfico 4.2.

Precio internacional del barril de petróleo crudo, 1973-1990
(en dólares corrientes y de 2007)



Fuente: *BP Statistical Review of World Energy*, Londres: British Petroleum, 2008.

El incremento en el precio de los energéticos tuvo un agudo impacto en las economías industriales, ya que eran las que más consumían petróleo, en especial Europa y Japón. Pero también existían otros factores que contribuyeron a la caída de la actividad económica en estos países y en Estados Unidos. De particular importancia fue el agotamiento paulatino del modelo industrializador de la posguerra, que había durado casi un cuarto de siglo y que luego de 1970 comenzaba a debilitarse. Un indicador claro de esta tendencia lo revela la trayectoria del Producto Interno Bruto (PIB) de los países industriales miembros de la OCDE: en promedio alcanzó un aumento anual del 4,8% entre 1950 y 1970, pero descendió a una media anual del 2,6% entre 1970 y 1990. Las causas coyunturales de esta declinación fueron objeto de debate entre numerosos expertos contemporáneos y

aun hoy en día siguen discutiéndose en la literatura especializada que tiende a poner énfasis en la inflación como factor clave del declive.[156] También existen elementos estructurales que podrían explicar la caída en las tasas de crecimiento de las economías industriales. Algunas de las interpretaciones más influyentes de este fenómeno fueron propuestas por economistas marxistas como Ernest Mandel (de tendencia trotskista), quien postulaba el fin de una larga ola expansiva de la economía mundial a principios de los años 70. Mandel afirmó que el derrumbe se reflejaría en la caída de la tasa de ganancia en los países avanzados.[157]

En tiempos recientes, el distinguido historiador marxista Robert Brenner, de la Universidad de California en San Diego, ha retomado este argumento y ha comprobado con gran detalle que, en efecto, la tasa de ganancia de muchos de los principales sectores industriales en Estados Unidos, Alemania y Japón fue deslizándose a lo largo de casi veinte años (desde 1973 y hasta principios de la década del 90). En tanto bajaban los beneficios corporativos, es lógico pensar que se reduciría el afán de los empresarios y ahorristas de reinvertir en los sectores manufactureros. La información estadística que Brenner aporta es notable y demuestra que el problema de la baja en las ganancias industriales era fuerte en las tres naciones industriales más poderosas —Estados Unidos, Alemania y Japón—, por mucho tiempo consideradas como las locomotoras de la economía internacional.[158]

La recesión, sin embargo, no estuvo limitada a las naciones capitalistas. Hay pruebas contundentes de que la caída industrial fue aun peor en la Unión Soviética y, especialmente, en Europa del este durante los decenios de 1970 y 1980.[159] Es cierto que, para la economía rusa, el auge de los precios del oro negro no tuvo efectos negativos, ya que estimuló el aumento de produc-

ción de miles de pozos petroleros en diversas regiones de su enorme territorio. En cambio, el aumento en el precio de los energéticos sometió a los países de Europa del este a una creciente dependencia económica de Moscú: en muchos casos fomentó acuerdos comerciales al interior del Comecon que eran verdaderas extorsiones basadas en gigantescos esquemas de trueque de manufacturas e insumos industriales a cambio de petróleo ruso. Además, en las naciones de Europa del este se observaba un congelamiento de la tendencia a la renovación tecnológica industrial. Como resultado, las tasas de crecimiento fueron extremadamente bajas durante los siguientes dos decenios. En esos casos, la explicación del hundimiento económico no se basaba en una baja de la tasa de ganancia (que no era una categoría relevante en las cuentas nacionales del socialismo real), sino en un verdadero agotamiento del modelo de desarrollo industrial que había arrancado en los primeros años de la posguerra y que había perdido ímpetu. La larga recesión al fin sería la causa de fondo de su debilitamiento y del posterior hundimiento del régimen socialista a fines de los años 80.

Paradójicamente, durante el decenio de 1970 a 1980, existió un contraste bastante marcado entre la recesión que se daba en los países industrializados y el notable grado de prosperidad de muchos de los países de la periferia. Por este motivo, las razones se vinculaban con el auge de las exportaciones petroleras, pero también con los fuertes aumentos en los precios de numerosos productos primarios. Por ejemplo, entre 1971 y 1977 el índice de precios del café registró una subida de 30 a 152 unidades, el índice de precios del algodón se incrementó de 34 a más de 80, el de estaño se elevó de 20 a 62, y el de cacao de 22 a 171.[160] En otros casos hubo más volatilidad, pero la mayoría de los países produc-

tores de minerales y productos primarios se vieron beneficiados por las tendencias comerciales de esta década.

A los mayores ingresos por las exportaciones, hay que sumar la enorme cantidad del dinero que fue llegando en forma de préstamos externos a las naciones de América Latina, los cuales contribuyeron a mantener tasas relativamente altas (pero artificiales) de crecimiento en las economías de la región. Los países exportadores de petróleo —como Bolivia, Ecuador, México y Venezuela— disfrutaron de tasas de crecimiento anual del PIB del 6% hasta 1977. Las trayectorias posteriores fueron diversas: Venezuela tuvo una fuerte caída, mientras que la economía mexicana aceleró su crecimiento. Por su parte, las naciones importadoras de petróleo también tuvieron un desempeño desigual. Brasil creció a tasas de más del 10% hasta 1974 pero luego, y a pesar del "shock petrolero", pudo sostener una tasa de cerca del 7% de crecimiento anual. Colombia y Uruguay alcanzaron un crecimiento del PIB de algo más del 5% anual; mientras que Perú y los países centroamericanos experimentaron un crecimiento menor.[161]

A pesar de los beneficios que estaban recabando las naciones exportadoras de materias primas y productos agrícolas en los años 70, sus dirigentes estaban preocupados por una posible caída de los precios internacionales y por la alta volatilidad en el valor de sus monedas. Para defenderse de las consecuencias de un futuro descalabro comercial o financiero, comenzaron a establecer mayor número de alianzas, en particular al interior de las Naciones Unidas. Las naciones de Medio Oriente, América Latina, Africa y parte de Asia fueron bautizadas como sociedades del Tercer Mundo, ya que no pertenecían al corazón de los países industriales capitalistas ni tampoco al mundo de la economía socialista. Se organizaron para promover políticas más favorables para su

comercio y desarrollo económico a través de organismos como el Grupo de los 77, y el UNCTAD de las Naciones Unidas, celebrando reuniones internacionales para promover un nuevo orden económico internacional. No obstante, tuvieron grandes dificultades para lograr acuerdos que regularan el comercio de materias primas, con excepción del cartel del petróleo. Incluso a lo largo de la década del 70 fueron cada vez más expuestos a las distorsiones provocadas por su creciente endeudamiento externo y por las presiones cada vez más descaradas de los bancos globales de Estados Unidos, Europa y Japón para que contratasen una cadena de préstamos que no parecía tener fin.

EL TOBOGÁN FINANCIERO INTERNACIONAL EN LOS AÑOS 70: LOS BANCOS SE GLOBALIZAN Y LOS GOBIERNOS SE ENDEUDAN

La flexibilización creciente de los mercados financieros durante la década del 70 alentó nuevos flujos de capitales internacionales, aunque sólo una parte se dirigía a las economías industrializadas. La mayor paradoja de esta coyuntura fue que se produjo una explosión de los flujos financieros entre dos regiones de la periferia: Medio Oriente y América Latina. Sin embargo, dichos flujos no eran transferidos de forma directa sino a través de la banca estadounidense y la europea. La acumulación de enormes excedentes de "petrodólares" (que fue como se llamó a los ingresos extraordinarios por la venta de petróleo a precios elevados) por un puñado de países árabes requería nuevos vehículos y caminos para reciclarse. Por consiguiente, los agentes de los bancos globales se convirtieron en vendedores a gran escala de préstamos para América Latina.

La velocidad del incremento del endeudamiento externo fue sorprendente. Durante la década del 60, la cantidad de empréstitos contratados por la Argentina, Brasil, México y otros países de la región había sido relativamente moderada. Buena parte de esos créditos fueron proporcionados por agencias multilaterales tales como el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo (fundado en 1960). A partir de 1973, en cambio, el negocio de los préstamos latinoamericanos aceleró su ritmo y el número de bancos privados extranjeros involucrados en las transacciones se multiplicó. Entre los años 1978 y 1981, los gobiernos deudores se dejaron arrastrar a una espiral de endeudamiento tan fuerte que los obligó a contratar docenas de préstamos con el único fin de dar servicio a los que habían contratado con anterioridad.

Todavía se debate si el fenómeno del endeudamiento de América Latina fue estimulado en mayor grado por la extraordinaria *oferta* de préstamos por parte de los bancos transnacionales o si lo fue por la *demanda* de fondos de los gobiernos de la mayoría de los países latinoamericanos.[162] Sin duda, puede argumentarse que los gobernantes buscaban sostener altas tasas de crecimiento económico con préstamos baratos, lo cual era posible, en tanto las tasas de interés llegaron a ser casi negativas a mediados de los años 70.[163] Pero el hecho de que casi todos los estados se endeudaran simultáneamente también sugiere que existían factores externos que inducían a una conducta similar entre países muy diversos: el papel que jugaron los bancos globales fue fundamental para que se produjera esta coincidencia.

En la década del 70, los bancos comerciales más importantes de Estados Unidos transformaron sus estrategias de expansión y se internacionalizaron con rapidez. Ya hacia 1973, bancos desta-

cados de Nueva York y Chicago contaban con trescientas sucursales en el exterior, y en los años subsiguientes ampliaron sus redes, con un crecimiento en particular notable en Latinoamérica. Uno de los negocios más rentables era el suministro de préstamos a los gobiernos de los países de América Latina y esto se reflejó en el aumento de los beneficios obtenidos por este sector. En 1970, el mayor banco comercial de Estados Unidos, el Bank of America, recibía apenas un 15% de sus ganancias totales de los préstamos internacionales, mientras que para 1982 superaba el 60% de sus beneficios. Otro coloso, el Chase Manhattan Bank, pasó del 22% al 78% en 1976 y se mantuvo en cerca del 55% entre 1977 y 1982. En los casos de los bancos Bankers Trust, J.P. Morgan Co, y Manufacturers Hanover, las tendencias eran similares.[164]

A la cabeza de todos los bancos iba el Citicorp, la mayor corporación financiera de Estados Unidos, cuyo presidente, Walter Wriston, era un agresivo promotor de los préstamos a los países en vías de desarrollo. Wriston se hizo célebre a fines de los 70 por declarar que su banco no temía a este negocio porque "los países no quiebran". En 1982, Citicorp ya contaba en su portafolio con más de 3 mil millones de dólares en bonos brasileños, más de 2 mil millones de dólares de México y sumas menores en otra docena de países latinoamericanos.

Uno de sus rivales era el Chase Manhattan Bank, encabezado por David Rockefeller, quien forjó alianzas con gran parte de las más influyentes familias de capitalistas de América Latina, Europa, Medio Oriente y Asia oriental. David Rockefeller era hermano de Nelson Rockefeller, gobernador de Nueva York, y se constituyó en promotor de buen número de las principales iniciativas de coordinación internacional de las grandes corporacio-

nes y bancos norteamericanas: de allí sus lazos tan estrechos con destacados internacionalistas de la elite dirigente estadounidense, como Henry Kissinger, secretario de Estado de los presidentes Nixon y Ford, y con Paul Volcker, subsecretario del Tesoro y luego jefe de la Reserva Federal (1979-1987), quien había trabajado en su juventud como empleado del Chase Manhattan Bank.

En un principio, los bancos estadounidenses fueron los más activos gestores de los préstamos para los países en desarrollo, pero pronto fueron acompañados por la banca europea y la japonesa. Hacia 1982, de acuerdo con los detallados estudios de William Cline, los mayores bancos británicos tenían comprometidos en préstamos internacionales más de 45 mil millones de dólares en sus portafolios. Sus tenencias de deuda de Brasil alcanzaba el equivalente del 19% de su capital total, el 22% en el caso de préstamos para México, el 8% para Venezuela y Corea del Sur, y casi el 19% en préstamos para los gobiernos y empresas estatales de países de Europa del este y de la Unión Soviética.[165]

En el caso de los grandes bancos alemanes, las cantidades asignadas a los préstamos para las naciones en vías de desarrollo y los países socialistas eran menores, y alcanzaron un total de 19 mil millones de dólares. Por su parte, los bancos franceses adquirieron cerca de 30 mil millones de dólares en bonos y papeles de Brasil, México, Venezuela, Egipto, Polonia y Corea del Sur, en ese orden de importancia.[166]

Otros bancos que entraron al escenario del crédito internacional fueron los japoneses, que iniciaron sus incursiones con una participación en préstamos a Corea del Sur, Filipinas, Indonesia y Taiwán, pero que también se convirtieron en fuertes participantes en la colocación de bonos para gobiernos latinoamericanos, en particular los de Brasil, México y Perú.

Lo más llamativo es que los bancos globales retuviesen tanta deuda de países en desarrollo en sus propias carteras, lo cual implicaba que tenían confianza en que les proporcionarían ganancias buenas y seguras. En la década del 70, los flujos de fondos debidos a los préstamos rebasaron los 500 mil millones de dólares. Es por este motivo que puede argumentarse que las firmas financieras responsables por su gestión —cerca de un total de 300 bancos de Estados Unidos, Europa occidental y Japón— fueron los primeros agentes de una temprana pero singular fase de *globalización financiera*.[167]

Para garantizar los altos beneficios, los bancos solían establecer condiciones onerosas en cada uno de los centenares de contratos de préstamos negociados con los gobiernos latinoamericanos: se fijaban intereses por encima de la tasa habitual y con plazos cada vez más reducidos para la liquidación del préstamo.[168] El hecho de recortar los plazos se debía a que hacia 1979 los banqueros temían que el ciclo económico ya no les fuera favorable por el auge renovado de los precios del petróleo. También incidieron las consecuencias de las revueltas sociales que tuvieron lugar en Polonia —un país muy endeudado— en los años 1980 y 1981, las cuales amenazaron con llevar a ese país a la bancarrota, con posibles repercusiones internacionales. Pedro Pablo Kuczynski explicó la multiplicación de los préstamos a corto plazo a principios de los años 80:

> Tanto los prestamistas como los prestatarios estaban tratando de ganar tiempo con la esperanza de que las tasas de interés bajaran y que revivieran las ganancias por exportaciones, como consecuencia de la muy anunciada y nunca materializada recuperación del ciclo económico en Estados Unidos y

> Europa occidental. Desgraciadamente, los acreedores no midieron las consecuencias de lo que cada cual, por su parte, estaba haciendo...[169]

Estas palabras, dichas por Kuczynski, tenían particular importancia, ya que él había sido uno de los responsables del endeudamiento desordenado y exagerado de Perú cuando sirvió como Ministro de Energía y Minas entre 1980 y 1982. Luego, como premio por su gestión, que benefició a la banca privada internacional, sería nombrado presidente del poderoso First Boston Corporation (1982 y 1992).[170]

Préstamos para las dictaduras y los gobiernos autoritarios de América Latina, 1973-1982

Resulta claro por qué los bancos globales promovían los préstamos, pero aún queda sin responder la siguiente pregunta: ¿por qué contrataron tantos préstamos los gobiernos de los países en vías de desarrollo y, en particular, los latinoamericanos? Los motivos eran variados. El primero, muy citado, es que deseaban mantener un fuerte gasto público para sostener las altas tasas de crecimiento económico que habían sido características en la región desde mediados de siglo. En segundo lugar, muchos analistas argumentan que dada la estrechez de los mercados financieros latinoamericanos, resultaba muy atractivo obtener abundantes fondos internacionales con tasas de interés relativamente bajas. Los préstamos fueron útiles para cubrir déficit públicos, para promover gran número de empresas públicas y también sirvieron a las dictaduras y regímenes autoritarios que dominaron el escena-

rio político de la región desde fines de la década del 60 hasta principios de los años 80.

Un caso notorio que deja en evidencia los vínculos que existían entre los bancos y los dictadores fue el de Chile. Durante la administración de Salvador Allende (1970-1973), la banca privada otorgó pocos préstamos al estado chileno, al parecer porque se oponía a las políticas nacionalistas y de izquierda adoptadas por el gobierno de la Unidad Popular. En cambio, luego del golpe militar (septiembre de 1973) y del asesinato de Allende, los banqueros estadounidenses comenzaron a acercarse al nuevo régimen encabezado por el general Pinochet. Con el aval del FMI y del Banco Mundial, impulsaron políticas de estabilización financiera. De forma paradójica, el renovado endeudamiento externo pronto propiciaría desequilibrios en las cuentas externas de ese país.

Algo similar ocurrió en la Argentina, cuando en marzo de 1976 los militares dieron un golpe de estado —todavía más sangriento que el chileno— para acabar con la administración peronista dirigida por Isabel de Perón y para reprimir a las agrupaciones políticas y a los sindicatos de izquierda. Después de asumir el poder, la Junta Militar alimentó un clima prebélico de rivalidad con los países vecinos. A raíz de esto, las dictaduras de la Argentina, Chile y Brasil contrataron préstamos por miles de millones de dólares y fomentaron una fase de creciente militarización en sus respectivos países. De hecho, una de las características más notables de las transacciones financieras latinoamericanas, en los años que van de 1975 a 1980, fue el pronunciado incremento en los préstamos destinados a financiar la adquisición de armas y promover la expansión de industrias militares.[171] No está de más sugerir que, como en Medio Oriente, los banqueros

internacionales y las firmas transnacionales demostraron ser los socios más entusiastas de esta enloquecida carrera armamentista.

Tampoco hace falta recordar que los bancos internacionales y las agencias multilaterales —como el FMI y el Banco Mundial— durante los años 70 se dedicaron a brindar apoyo financiero a dictadores en otras partes del mundo: al sanguinario y corrupto dictador Marcos en Filipinas; el general Suharto en Indonesia; los generales/políticos que gobernaron Corea; los dictadores Duvalier en Haití; Trujillo en Santo Domingo; y Somoza en Nicaragua, por mencionar sólo a algunos de los más conocidos. En África, las políticas financieras de los bancos europeos, del FMI y del Banco Mundial fueron aún más crudas a la hora de apoyar regímenes despóticos.[172]

Ahora bien, debe reconocerse que, en lo que se refiere a la promoción de préstamos, tampoco se quedaron atrás las agencias soviéticas, en especial a la hora de impulsar la venta de armas. Los generales que gobernaban Perú en los años 70, por ejemplo, contrataron una cadena de créditos blandos (con intereses bajos) para adquirir tanques soviéticos y, sobre todo, decenas de aviones de reacción Sukhoi 22. De hecho, durante esta década, la Unión Soviética fue el mayor proveedor de armas de los países en vías de desarrollo y abasteció a dos docenas de naciones por más de 200 mil millones de dólares. Esta cifra supera a la de Estados Unidos, que en el mismo periodo alcanzó unos 120 mil millones de dólares en armas para las fuerzas militares de numerosos países de Medio Oriente, Africa, América Latina y Asia Oriental.

El FMI y los demás bancos multilaterales estaban bien informados acerca de la naturaleza de las transacciones financieras en curso y de sus peligros. Esto quedó comprobado después de 1976, cuando los bancos privados comenzaron a exigir que el país

solicitante del crédito firmara una "carta de intención" con este organismo, a fin de garantizar cada uno de los grandes empréstitos. Si se consideraba necesario, también se negociaban acuerdos de contingencia (*stand-by agreement*), que contemplaban programas de ajuste mucho más rigurosos para el país en cuestión. Era habitual que el FMI presentara recomendaciones para que se favoreciera el funcionamiento del libre mercado en la nación deudora, además de exigir la reducción del déficit público, reformas fiscales, equilibrios en las cuentas externas y estabilidad en los tipos de cambio. Sin embargo, el mismo proceso de endeudamiento externo tendía a socavar estas propuestas de política económica, ya que la entrada de grandes cantidades de dinero fresco fomentaba la corrupción, la laxitud en el manejo de los presupuestos y un incremento formidable en la fuga de capitales. Además, la entrega de miles de millones de dólares a dictadores y gobiernos autoritarios aseguraba que estos no rindiesen cuentas claras y detalladas y, mucho menos, que solicitaran la opinión a los contribuyentes del país en cuestión. Era evidente que el Fondo Monetario Internacional no consideraba que el control de la corrupción y la arbitrariedad financiera fuera parte de sus preocupaciones, aun cuando se trata de una institución pública multilateral.[173]

Una de las mayores paradojas que encerraba el aumento de los préstamos suministrados por la banca internacional a los estados latinoamericanos era que los créditos estaban dirigidos en gran parte a financiar empresas estatales y grandes obras públicas. En pocas palabras, durante los años 70, los bancos alentaron lo que fue una etapa de capitalismo dirigido (*state-led capitalism*) en esa región. Que esto fuese así estaba muy relacionado con el hecho de que los banqueros confiaban en los dictadores y los

regímenes autoritarios porque consideraban que podían garantizar el servicio sobre las cada vez más cuantiosas deudas externas.

Entre 1976 y 1981, el cliente más importante de los mercados financieros internacionales fue la compañía petrolera mexicana PEMEX.[174] También existían otras firmas latinoamericanas de propiedad estatal fuertemente comprometidas con la fiebre financiera, tales como la Corporación Venezolana de Fomento, Ecopetrol de Colombia, Yacimientos Petrolíferos Fiscales, Gas del Estado y Agua y Energía de la Argentina, Petroperú, entre otras.[175] Los mayores deudores de los años 70 fueron las grandes empresas estatales de América Latina, que se dedicaban a la producción de petróleo, energía nuclear, energía hidroeléctrica, aviación, acero, aluminio, cobre y estaño. Los préstamos servían para comprar los bienes de capital y la tecnología necesaria para estas compañías.

El caso brasileño demuestra de qué forma la deuda externa se relacionaba con los sectores más dinámicos y complejos de las economías latinoamericanas al vincular de manera mucho más estrecha, que en épocas anteriores, la dependencia financiera y la tecnológica. El régimen dictatorial de Brasil utilizó una gran cantidad de fondos externos con el objetivo de financiar empresas estatales como Petrobras y Electrobrás, pero también para construir y reforzar un sofisticado y poderoso complejo militar-industrial que le permitió, eventualmente, construir aviones a reacción. A su vez, contrató gran cantidad de préstamos para las grandes empresas siderúrgicas del estado brasileño, las cuales pronto se convirtieron en las más importantes de toda América Latina.

En el caso de México, fueron muchas las empresas paraestatales que negociaron préstamos externos, pero las que llevaban la delantera eran la Comisión Federal de Electricidad (CFE) y la empresa estatal Petróleos Mexicanos (PEMEX). De hecho, a

partir del descubrimiento de nuevos campos petrolíferos en 1976 y 1977 —durante la administración del presidente José López Portillo—, la Secretaría de Hacienda comenzaría a utilizar PEMEX como una especie de "caja chica" para el pago del servicio de la deuda, política que se ha mantenido incólume hasta nuestros días. Aparte de la duda adquirida por la firma petrolera, debe hacerse hincapié en el endeudamiento enloquecido de la banca de desarrollo y de bancos mexicanos privados que buscaron fondos en el exterior para reciclarlos localmente.[176] Los bancos paraestatales Nacional Financiera, Banrural y Banobras incrementaron sus deudas externas de manera notoria hasta aproximarse a los 20 mil millones de dólares hacia 1982. Los directivos de la banca paraestatal y de varios bancos mexicanos privados obtenían fondos a bajo costo en el exterior con objeto de prestarlos luego a nivel doméstico a tasas más altas. Pero todo este complejo juego financiero dependía de que no hubiese ni alzas súbitas de los intereses a nivel internacional ni una devaluación en México. Sin embargo, ambos procesos pronto se desataron. En el caso de las tasas de interés internacionales, la subida comenzó en los primeros meses de 1980.

El efecto Volcker: El pico de las tasas de interés en Estados Unidos y la crisis mexicana de 1982

Las causas de la crisis de la deuda externa de los países en vías de desarrollo son bien conocidas, sin embargo, en la época no se las reconoció de forma inmediata. El detonador principal fue el fuerte aumento de las tasas de interés en los mercados financieros de Estados Unidos que tuvo lugar entre 1980 y mediados de

1982, lo que también disparó los pagos anuales que las naciones deudoras se veían obligadas a efectuar. Este brusco cambio era resultado de la nueva política monetaria adoptada por el flamante jefe de la Reserva Federal, Paul Volcker, quien —desde el momento que asumió el cargo a fines de 1979— anunció que estaba empeñado en "matar al dragón de la inflación". Volcker había decidido que ya no eran sostenibles las tasas de inflación en Estados Unidos, las cuales treparon hasta superar el 10% anual en 1980. Esto ocurría, en parte, por la acumulación del déficit público y también como consecuencia del segundo choque petrolero de 1979, que ocurrió después del derrocamiento del Shah de Irán, tradicional aliado de Estados Unidos.[177]

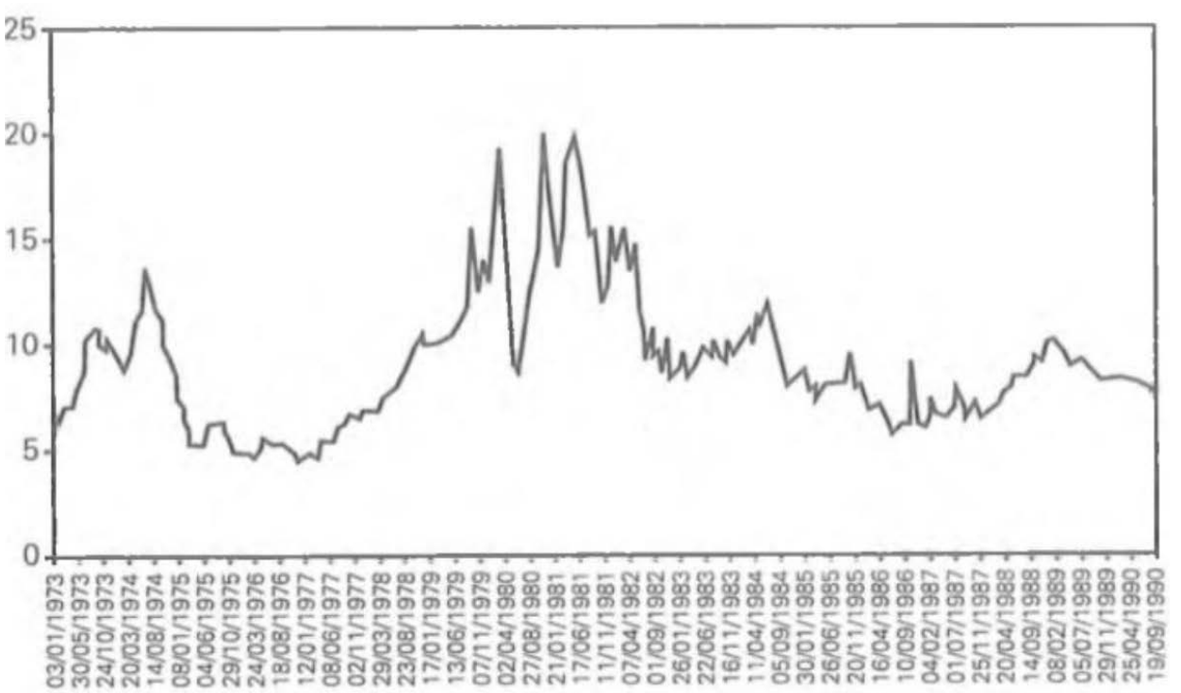
El 6 de octubre de 1979, Volcker anunció un primer aumento de las tasas de descuento (las tasas de interés que cobraba el banco central a los bancos comerciales) del 11 al 12%. A su vez, exigió a los bancos comerciales que aumentaran las provisiones de reservas sobre todos los préstamos domésticos que realizaban con fondos obtenidos del exterior. Los grandes bancos de Nueva York habían aumentado el volumen de crédito en la economía estadounidense en 200 mil millones de dólares en 1979, y la mitad era financiada con petrodólares depositados en sus sucursales en Londres. Al obligar a los bancos a colocar el 8% del valor de estos préstamos en cuentas en la Reserva Federal, Volcker indujo una violenta restricción de la oferta crediticia. A su vez, mandó cartas a todos los bancos para reducir sus inversiones especulativas en oro, en futuros de petróleo y en otras operaciones de alto riesgo.[178]

Pronto se desató un alza espectacular de las tasas de interés bancarias en Estados Unidos, que alcanzaría casi un 20% anual (véase Gráfico 4.3.). Las consecuencias internacionales fueron inmediatas, ya que todos los países industriales se vieron obliga-

dos a aumentar el precio del dinero para impedir una súbita fuga de capitales hacia Estados Unidos. Con un notable sentido de la hipérbole, el canciller alemán Helmut Schmidt criticaría las medidas adoptadas por Washington, diciendo que perjudicaban a Alemania en tanto habían provocado "¡las tasas de interés más altas desde la época de Cristo!".

Gráfico 4.3.

Tasa de interés efectiva de los títulos de deuda federal de referencia de Estados Unidos, 1973-1990
(puntos porcentuales)



Fuente: Federal Reserve Board, "Historical Data", http://www.federalreserve.gov.

El cambio radical en la estrategia monetaria americana efectivamente desembocó en un descenso de la inflación, pero el "efecto Volcker" tuvo un impacto tan agudo que desató una fuerte recesión económica en Estados Unidos y en Europa occiden-

tal y provocó una desaceleración de la economía mundial. Como señaló el analista Michael Moffit: "En 1981 el valor del comercio mundial se contrajo por primera vez desde 1958".[179]

Con su nueva política, el director de la Reserva Federal envió una clara señal a los mercados respecto de su empeño en romper el proceso inflacionario, aun a riesgo de provocar una recesión. Sus acciones sugieren que había abandonado las antiguas convicciones neokeynesianas y que ahora se acercaba a los lineamientos del famoso economista monetarista Milton Friedman. Sin embargo, hay que tener en cuenta que, en la práctica, Volcker siempre había tenido aversión a la inflación desmedida y se había dado a conocer por defender un dólar fuerte. En todo caso, las medidas restrictivas del banco central perjudicaron al presidente demócrata Jimmy Carter, quien perdió las elecciones en noviembre de 1980 frente al candidato republicano Ronald Reagan.

La nueva administración presidencial en Estados Unidos, que asumió el poder en 1980, pronto resolvió contrarrestar los efectos de la recesión con un programa de estímulos, que incluyó una combinación de recortes de los impuestos pagados por los sectores adinerados con fuertes aumentos del gasto público, en especial el militar, que siempre se vio favorecido por Reagan. Como consecuencia, aumentó el déficit público y la emisión de la deuda gubernamental. Los papeles del Tesoro ahora resultaban muy atractivos para los bancos y para los inversores nacionales e internacionales, ya que entre 1980 y 1981 el dólar pegó un salto de casi un 40% en su valor frente a otras monedas.

Los atractivos para invertir dentro de Estados Unidos se hicieron tan pronunciados que los grandes bancos de Nueva York redujeron la emisión de bonos a mediano o largo plazo para las

naciones subdesarrolladas. Como resultado, entre 1980 y 1982, los gobiernos de Latinoamérica y del resto del Tercer Mundo se vieron obligados a contratar préstamos a muy corto plazo (y con tasas de interés altas), en su mayoría sólo a fin de refinanciar sus pasivos. El servicio anual de las deudas externas de estos gobiernos pasó de cerca de 20 mil millones de dólares en 1981 a casi 100 mil millones de dólares en 1982. Entonces se hizo patente que existían apenas dos alternativas para salir del atolladero: la suspensión de pagos o la renegociación de las deudas.

El arranque de la crisis internacional de las deudas externas, como es bien sabido, se produjo el 20 de agosto de 1982, cuando el entonces secretario de Hacienda de México, Jesús Silva Herzog, anunció a la comunidad financiera internacional que el gobierno mexicano ya no estaba en condiciones de cubrir el servicio completo de su deuda. Las causas que expuso para esta medida fueron el aumento súbito de las tasas de interés y la enorme fuga de capitales privados desde México. De acuerdo con el historiador oficial del FMI, James M. Boughton, los directivos de esa institución ya habían sido alertados de la inminente crisis.[180] Desde principios de agosto, las autoridades financieras mexicanas hicieron saber al Fondo Monetario que sólo quedaban 180 millones de dólares en las arcas del Banco de México mientras que el gobierno tenía que pagar 300 millones de dólares a diversos banqueros acreedores antes del 23 de agosto. Resultado: el peligro de una devaluación y de la suspensión de pagos era evidente.

Si se analiza de forma retrospectiva, es increíble constatar que un gran deudor como México tuviera un nivel tan bajo de reservas en medio de una situación financiera internacional extremadamente delicada. Esto indica que tanto las autoridades moneta-

rias mexicanas como las del FMI (que por su mandato debía haber revisado estas variables en forma constante) habían estado jugando a la ruleta rusa con las finanzas nacionales e internacionales.[181] Puede observarse que, para sus directivos, la principal función del FMI no consistía en anticiparse a las crisis y ayudar a los países deudores a evitar el colapso mediante la adopción de políticas financieras más cautas y con menor endeudamiento. Al contrario, para esta institución era más atractivo operar como bombero y policía de los gobiernos endeudados una vez que habían caído en bancarrota. En esta última circunstancia, el poder y la influencia del banco multilateral se realzaban de manera notable.

Desde septiembre de 1982, los altos mandos del FMI iniciaron consultas con la Junta de la Reserva Federal y el Departamento del Tesoro en Washington con el objetivo de plantear la necesidad de armar un paquete de rescate para México que evitara un pánico financiero más generalizado. Llegaron a un acuerdo preliminar y comunicaron a las autoridades hacendarias mexicanas que el gobierno de Estados Unidos estaría dispuesto a aportar una parte de los fondos necesarios para cubrir el servicio de la deuda externa mexicana si esto era seguido por la negociación de un próximo préstamo con el Banco Internacional de Pagos (Bank of International Settlements/BIS) y un préstamo *jumbo* del FMI a emitirse en diciembre. A cambio, el director del Fondo Monetario, Jacques de Larosière, exigió al ministro de Hacienda mexicano, Silva Herzog, que comenzara la implementación de un programa de ajuste fiscal y económico drástico. No obstante, su propuesta fracasó debido a una serie de medidas adoptadas de forma sorpresiva por el presidente José López Portillo.[182]

López Portillo resolvió que el manejo de las finanzas mexicanas no se diferenciaba de un gran juego de póquer, aun si lo que estaba en juego era el futuro económico del país y la suerte y el patrimonio de sus ciudadanos. La primera medida inconsulta que tomó fue la devaluación del peso y luego la estatización de los depósitos de 6 mil millones de dólares en cuentas bancarias en el país. La medida que remató sus acciones fue la nacionalización de todo el sistema de la banca comercial privada de la república (una medida de auténtica desesperación que él intentó disfrazar de populismo). De manera inesperada, y a pesar de su poder económico, la elite bancaria mexicana fue subordinada de manera tajante a las prioridades del gobierno.

El caso mexicano ilustra la enorme complejidad que entrañaban los colapsos financieros en Latinoamérica en esta época y revela que podían producirse varias crisis en el interior de una crisis mayor. Esta revelación dio pie a numerosos estudios y a una nueva percepción de lo intrincada que era la dinámica financiera. En un artículo clásico de 1986, inspirado en parte por el análisis de las crisis de deuda, Michael Bordo planteó que, para entender la naturaleza de las crisis financieras, había que profundizar en su diversa anatomía. Bordo propuso que, a lo largo de la historia moderna, debía distinguirse entre *crisis cambiarias*, *crisis bancarias*, *crisis bursátiles* y *crisis de deuda*.[183] Estas podían desarrollarse o no de manera independiente y por separado. Bordo y Eichengreen han hecho énfasis sobre la importancia de estudiar lo que llaman "crisis gemelas" (*twin crises*), que se reflejan, por ejemplo, en el entrelazamiento de una crisis cambiaria y una crisis de deuda.[184] En el caso mexicano de 1982 era notorio que se trataba de este tipo de cataclismo financiero.

La crisis internacional de las deudas desde 1982: Contagio y renegociaciones. ¿Se trataba de una crisis mundial?

A partir de la moratoria mexicana de agosto de 1982, todos los países latinoamericanos descubrieron que se habían convertido en pasajeros de una enorme "montaña rusa financiera", con alzas y bajas extraordinariamente abruptas y dañinas. El saldo de las deudas había crecido de manera rápida y el servicio aún más. El endeudamiento externo —a largo y corto plazo— de los países latinoamericanos había aumentado de 68 mil millones de dólares en 1975 hasta llegar a 318 mil millones de dólares en 1982.[185] Pero este fenómeno no era privativo de América Latina: también se había producido un creciente endeudamiento externo de los países de Europa del este, de algunos países de Europa del sur —incluso España—, de naciones de Asia Oriental —en particular Corea del Sur—, y de muchos países africanos. En estos casos, el fenómeno estaba ligado al aumento de los precios del petróleo. Entre 1972 y 1982, el endeudamiento externo de los países en vías de desarrollo que eran importadores de petróleo se multiplicó varias veces: de 100 mil millones a casi 500 mil millones de dólares. La literatura sobre el fenómeno es rica y variada.[186]

Después del aumento súbito de las tasas de interés en 1980 y 1981 en Estados Unidos y luego en el mundo, muchos países deudores se encontraron al borde de la suspensión de pagos. Esto provocaría desequilibrios internos de sus finanzas públicas y privadas. Debido a las enormes presiones que sufrían para que cubrieran el ahora abultado servicio de las deudas externas, buena parte de los gobiernos latinoamericanos no tuvo otro recurso que aumentar la emisión monetaria a fin de cubrir el déficit público.

Luego vendrían las moratorias y las prolongadas renegociaciones de las deudas, que han sido descritas en centenares de ensayos y monografías. No es una sorpresa, entonces, que los primeros libros que se publicaron después del estallido de la crisis fueran de periodistas financieros internacionales que cubrían el tema y que advirtieron el potencial explosivo que las crisis de deudas tenían para el sistema bancario mundial.[187]

La mayor preocupación de las autoridades políticas y financieras de Estados Unidos, Europa y Japón consistía en un hecho simple pero potencialmente devastador para sus sistemas bancarios: el valor total de los papeles de deuda externa de los países en desarrollo que retenían los mayores bancos comerciales en sus portafolios era, en algunos casos, igual o superior al propio capital contable de estos bancos. De acuerdo con detallados estudios, las veinte mayores entidades del mundo eran responsables de un 50% de los préstamos internacionales a los países en desarrollo. Si nos limitamos a los bancos estadounidenses, cada uno de los nueve bancos más importantes tenía en su cartera un promedio superior a los 8 mil millones de dólares de este tipo de "deuda soberana".[188] En el caso del Citibank, los préstamos latinoamericanos representaban un 174% de su capital; para el Bank of America, la cifra era del 158%; y para el Chase Manhattan era del 154%. En el caso del Manufacturers Hanover, si se cuentan sólo sus préstamos a Brasil, estos representaban el 77% de su capital. De este modo se comprende que, si los gobiernos de la periferia suspendían los pagos, estos bancos entrarían técnicamente en bancarrota.[189]

En pocas palabras, mantener el servicio de pagos sobre las deudas de los gobiernos de numerosos países de Latinoamérica, Asia Oriental y Europa del este era indispensable para evitar el hundimiento de los bancos más poderosos del mundo. La situa-

ción de debilidad de los bancos globales hace recordar, de alguna forma, a la crisis financiera contemporánea, pero debe enfatizarse que en 1982 se trataba de una crisis de "deudas soberanas" y que no hubo pánicos bursátiles o hipotecarios en Estados Unidos ni en Europa. Es decir, el problema de fondo en los años 80 era, por una parte, qué iba a pasar con los grandes bancos globales y, por otra parte, cuál sería el destino de las naciones en desarrollo altamente endeudadas. Debe notarse que no todas las respuestas de los países deudores eran iguales. Algunos, como Corea, Indonesia, Malasia, Colombia y Chile, no tuvieron que solicitar paquetes de rescate muy onerosos. En cambio, la mayoría de los gobiernos latinoamericanos y el de Filipinas pronto se encontraron en una situación de debilidad muy marcada.

A pesar de la pesada carga de los bonos latinoamericanos, las renegociaciones de las deudas demostraron que los acreedores —bancos privados y bancos multilaterales— tenían una capacidad mucho mayor para organizarse después de 1982 que en el pasado. Su objeto consistía en impedir moratorias prolongadas de los países deudores y, en segundo lugar, obligarlos a pagar el enorme servicio financiero pendiente, a pesar de los efectos dañinos que esto tenía para sus economías y sociedades. De acuerdo con Oscar Altimir y Robert Devlin, el éxito de los acreedores se debió al surgimiento de un nuevo mecanismo institucional que califican como una novedad en el mundo de las finanzas internacionales:

> El surgimiento de un mecanismo internacional de *préstamos de última instancia* (MIPUI) que sirvió para aplazar muchos incumplimientos y moratorias formales, permitiendo con ello que los acreedores evadieran las pérdidas desestabilizadoras que suelen acompañar a las crisis financieras sistémicas.[190]

En esencia, lo que ocurrió en los años posteriores a 1982 fue la creación de una especie de cartel de la banca internacional que exigió el sostenimiento del servicio de las deudas contraídas. Este procedimiento fue promovido por una serie de acuerdos informales establecidos entre los gobiernos del Grupo de los Siete (G-7), algunos de sus grandes bancos comerciales y los principales bancos multilaterales, sobre todo el FMI. Para enfrentar la crisis fue esencial que los gobiernos interviniesen activamente a fin de ayudar a los bancos e impedir su bancarrota: las similitudes con la situación en 2008 no deben ser ignoradas, aunque existan diferencias en la naturaleza de ambas situaciones.

La mecánica de los bancos y de los gobiernos acreedores en los años 80 consistía en tratar de aislar a los deudores y obligar a cada país a negociar de forma individual con los financieros. Era un sistema de negociación de deudas "caso por caso". Para lograr una fuerte presión de conjunto, se organizaron comités de bancos acreedores, que a veces representaban a centenares de entidades estadounidenses, europeas y japonesas. En un número sorprendentemente alto de ocasiones, los comités fueron encabezados por William R. Rhodes, a la sazón vicepresidente del Citibank, quien se encargó del regateo con los respectivos ministros de finanzas de cada país endeudado. Por lo general, el comité bancario ofrecía coordinar una emisión de nuevos bonos que aseguraran el servicio de la deuda, pero aplicando condiciones severas con respecto a la amortización.

Hubo cuatro fases en las reprogramaciones de las deudas de los gobiernos en mora. En la primera ronda —celebrada entre 1982 y 1983—, los comités bancarios negociaron con la Argentina, Brasil, Costa Rica, Chile, Ecuador, México, Perú y Uruguay, para asegurar el pago del servicio de alrededor de 50 mil millones de dólares.

Los bancos proporcionaron una serie de créditos por un valor total de cerca de 12 mil millones de dólares a los deudores, aunque con tasas y comisiones más altas que las habituales en los mercados financieros internacionales. De esta manera, los bancos podían declarar en sus informes contables anuales que las deudas pendientes seguían siendo operativas; de lo contrario, y debido el tamaño de los créditos, hubieran tenido que declararse en bancarrota. A su vez, en cada una de estas transacciones obtuvieron buenas ganancias gracias a las comisiones. Después lograron sucesivas rondas de negociaciones similares en 1983-1984, 1984-1985 y 1986-1987.[191] Cada nuevo programa implicó la capitalización de los intereses de las deudas y, por este motivo, el saldo total aumentó de manera sustancial después de las crisis (véase Gráfico 4.4.).

Gráfico 4.4.

Deuda externa total de la Argentina, Brasil, Chile y México, 1970-1990 (miles de millones de dólares)



Fuente: World Bank, *Global Development Finance*, varios años.

Para reforzar los acuerdos, los banqueros privados buscaron el concurso de las instituciones financieras multilaterales (el FMI y el Banco Mundial), que por lo general exigían que los países deudores firmasen programas de contingencia en los que aseguraban que llevarían a cabo ajustes fiscales para cubrir el servicio de la deuda. Esta dura política se adoptó en casi todos los casos latinoamericanos, aunque ciertos países, como la Argentina, lograron atrasar sus pagos durante más tiempo que otras naciones.

Los recursos para cubrir el servicio de la deuda se obtuvieron de varias fuentes pero implicaron una fortísima contracción económica, que se vio acompañada por la adopción de políticas económicas de promoción del libre cambio con el fin de facilitar la acumulación de divisas.[192] En casi todas las naciones latinoamericanas se implementaron devaluaciones que pronto llevaron a una disminución de las importaciones, lo que permitió una mayor captación de divisas. En segundo lugar, se asignó una cuantía mayor de ingresos fiscales para cubrir los intereses sobre el enorme cúmulo de préstamos externos; en el caso de países exportadores de petróleo —como México, Venezuela, y Ecuador—, durante muchos años se destinaron casi todas las ganancias de este rubro al pago de las deudas. Para disponer de más fondos, virtualmente todos los gobiernos latinoamericanos aplicaron una drástica reducción de gastos y salarios públicos, en especial de maestros, trabajadores de la salud y empleados de los rangos inferiores de la administración pública.

Los ajustes fiscales, sin embargo, no impidieron que se produjeran enormes brotes de inflación, ya que en muchos casos los bancos centrales elevaron la oferta monetaria para cubrir los déficit públicos. La tendencia a monetizar los déficit fue reforzada por las sucesivas devaluaciones, que generaron mecanismos per-

versos en los mercados: los comerciantes y productores, por ejemplo, ajustaban sus precios hacia arriba constantemente para anticiparse al aumento de los costos, en especial de los insumos importados. En el conjunto de América Latina, la inflación promedio anual era del 200% en 1984-1985, para caer al año siguiente al 65%, como consecuencia del éxito relativo que tuvieron los programas de control de precios en varias naciones. Con todo, poco después la inflación volvió con extraordinaria fuerza en la Argentina y Brasil, hasta alcanzar tasas anuales de más del 800% en 1987 y que superaron el 1000% en 1988-1989.

En resumidas cuentas, si nos preguntamos acerca de las causas del estancamiento económico durante estos años —que en Latinoamérica fue calificado como la *década perdida*—, pueden señalarse diversas razones que se reforzaron mutuamente. Entre ellas se destacan las siguientes: la dureza del ajuste fiscal, las políticas de reducción de salarios reales, la transferencia de los recursos petroleros para el pago de la deuda y la continua fuga de capitales.

Si se mira de manera retrospectiva, resulta evidente que tanto el Fondo Monetario Internacional como el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) habían efectuado un análisis equivocado antes de 1982. En principio se podría decir que no dieron adecuada cuenta de los peligros implícitos que traía aparejado el tremendo endeudamiento de los países latinoamericanos; una omisión grave si se tiene en cuenta que se trataba de instituciones multilaterales que debían velar por la sanidad de las políticas financieras. En el caso del FMI, se observa su complacencia en numerosos documentos de la época: en un reporte publicado en mayo de 1981, el Fondo reconocía que varios países latinoamericanos enfrentaban problemas con la gestión de sus deudas, pero agregaba que "en general, las perspectivas futuras no

dan ninguna causa de alarma".[193] Tampoco el BID —principal organismo multilateral propio de América Latina en la década del 70 y principios de la del 80— reconoció los riesgos. En esa época, el banco estaba encabezado por Antonio Ortiz Mena, quien para sorpresa de muchos no expresó ninguna preocupación por el aumento del endeudamiento.

Teniendo en cuenta el desastroso desenlace de la crisis de las deudas en los años 80, puede afirmarse que tanto el BID como el FMI y el Banco Mundial cargan con una gran responsabilidad por no haber enviado señales lo suficientemente fuertes respecto de las amenazas potenciales que tenía el proceso de endeudamiento que tuvo lugar entre 1970 y 1981. Por este motivo, ningún país de la región estaba preparado para enfrentar la crisis de la deuda posterior a 1982. En casi todos los casos, los bancos centrales de América Latina no contaron con adecuadas reservas de divisas fuertes para enfrentar el colapso financiero.[194] Esta falla era tan notoria que inclusive hace suponer que la lógica operativa del FMI tendía a inducir a los gobiernos a mantener reservas escasas bajo la idea subyacente de que podrían obtener el apoyo de esta institución multilateral en caso de que sufrieran una crisis en la balanza de pagos. Lo anterior fue un acicate para conductas imprudentes y arriesgadas en los mercados de crédito. El juego era realmente perverso.

Renegociaciones, el plan Baker/Brady y las paradojas del fin de una década

La pieza clave para reducir el endeudamiento de los bancos privados internacionales y facilitar una nueva ola de inversiones en

América Latina y los demás países en vías de desarrollo fue un plan propuesto a fines de 1985 por el secretario del Tesoro de Estados Unidos James Baker, y luego instrumentado desde 1987 por su sucesor, Nicholas Brady. La idea central detrás del Plan Brady consistía en efectuar un canje de los viejos bonos de la deuda externa por nuevos títulos, que contarían con un respaldo del Tesoro de Estados Unidos con base en la emisión de los llamados bonos "cupón cero". Estos bonos servirían como fondo de garantía del futuro servicio de la deuda respectiva. El fondo estaría integrado por aportes del FMI, del Banco Mundial, del gobierno de Japón y de cada gobierno deudor. De esta manera, los inversores podrían contar con la seguridad de que no tendrían problemas para amortizar sus bonos.

Para la banca comercial, se trató de un mecanismo que resultaba especialmente atractivo, ya que permitía vender tenencias de bonos en el mercado a otros grupos de inversores y liberar sus carteras del gran peso de las deudas pendientes. Las ventas de los bonos se realizaron con un descuento pero, desde el punto de vista contable, estas operaciones no eran demasiado atractivas para los bancos. Por lo tanto, puede sugerirse que la banca internacional de los años 80, amenazada por la deuda y la morosidad de los estados latinoamericanos, guarda cierto paralelismo con los bancos norteamericanos de la actualidad, lastrados por activos hipotecarios de valor dudoso y cuya suerte está atada a la baja del mercado inmobiliario.

El primer experimento de canje de bonos fue ensayado en México en 1988. La ventaja para el gobierno mexicano consistía en que la conversión de títulos viejos por nuevos (denominados en adelante "bonos Brady") se haría basándose en un descuento del precio que se suponía redundaría en ahorros importantes para

la Secretaría de Hacienda y, por lo tanto, para el contribuyente mexicano. En la práctica, los beneficios fueron reducidos debido al descenso de las tasas de interés a nivel internacional desde 1989. Sin embargo, el lanzamiento de los bonos Brady permitió a la administración del nuevo presidente, Carlos Salinas de Gortari (1989-1994), tomar la delantera sobre el resto de los países endeudados de Latinoamérica y posicionarse favorablemente en los mercados internacionales para futuras negociaciones comerciales y financieras.

Los gobiernos de los demás países latinoamericanos pronto siguieron el mismo camino que México con el objetivo de reducir sus deudas, aunque en realidad los beneficios fueron mucho menores de los esperados. El trabajo más detallado de la escuela ortodoxa y conservadora sobre la temática de las reestructuraciones es el libro de William Cline, *International Debt Reexamined* (1995), que llegó a postular que las crisis de deudas soberanas estaban plenamente superadas para fines del año 1994. Pero el estallido de la crisis financiera mexicana que se produjo ese mismo año demostró que los problemas de endeudamiento no habían desaparecido. En la práctica, los montos de las deudas externas de los países en desarrollo han seguido creciendo hasta nuestros días, y en 2009 superan la extraordinaria cantidad de 2 billones de dólares (es decir, dos millones de millones de dólares). [Cabe aclarar que en este libro utilizamos el término "billones" en castellano, que es sinónimo del término "trillones" que suele utilizarse en inglés.]

Las paradojas del tobogán financiero de las deudas externas llamaron la atención de los periodistas financieros y, sobre todo, de los economistas. De hecho, la literatura sobre las finanzas internacionales ha experimentado un extraordinario auge a partir de

la crisis de las deudas soberanas de 1982 y, como consecuencia, hoy existe una multitud de economistas y politólogos en universidades de todo el mundo que trabajan sobre los problemas de la relación entre deuda pública y sistemas monetarios en los países en vías de desarrollo. La historia bancaria y financiera latinoamericana de los últimos treinta años constituye un verdadero laboratorio para aquellos estudiosos interesados en la construcción de una multiplicidad de modelos teóricos de los modernos problemas monetarios, del manejo de la banca central, de las políticas de deuda y de la relación entre crisis bancarias y financieras.

Para comprender por qué crecieron sin cesar las deudas de estos países y explicar las consecuencias perversas de las renegociaciones que tuvieron lugar desde 1982, existe una variada literatura heterodoxa y crítica que sigue siendo de consulta imprescindible.[195] Un ejemplo destacado lleva la firma del economista peruano Oscar Ugarteche, quien ha analizado los ajustes y el origen del programa de reformas estructurales conocido como el Consenso de Washington.[196] Como es bien sabido, éste consistió en un conjunto de recomendaciones para los países endeudados cuyo objetivo era promover la disciplina fiscal, reordenar las prioridades del gasto público, llevar a cabo reformas tributarias, flexibilizar los tipos de cambio y las tasas de interés, además de liberar el comercio y las inversiones extranjeras. También proponía que se privatizaran las empresas estatales y que se desregularan los mercados financieros. En pocas palabras, implicaba un fuerte ajuste y preparaba el camino para la fase más fuerte de la globalización financiera que caracterizaría a la década del 90.

A fines de los años 80, las economías de América Latina seguían aún muy deprimidas o sujetas a violentas hiperinflaciones, y eran en especial perjudiciales las de la Argentina y Brasil.

La situación era paradójica, ya que los países latinoamericanos tuvieron un desempeño pobre precisamente en una coyuntura de fuerte crecimiento económico en otras partes del mundo. En Japón, los años 80 fueron un tiempo de extraordinario dinamismo industrial, que se vio acompañado por un auge sin precedentes de los mercados bursátiles e inmobiliarios. También fue extraordinaria la bonanza de los llamados "tigres" de Asia oriental, así denominados porque experimentaron un fabuloso auge industrial y exportador (nos referimos a países como Taiwán, Corea del Sur, Tailandia, Singapur y Filipinas). Es evidente que los ciclos económicos de las diferentes regiones del mundo tendían a marchar a contrapelo.

En Estados Unidos, a partir de 1984 se había producido una fuerte recuperación de los mercados financieros, pero en 1987 tuvo lugar un derrumbe de la bolsa que causó preocupación, aunque sus efectos fueron pasajeros. Para Europa estos años fueron sinónimo de un proceso de integración económica que avanzaba a pasos agigantados, y en cuyo centro se destaca la exitosa incorporación de España, Portugal y Grecia, que dio profundidad a lo que ya comenzaba a denominarse la Unión Europea.

En cambio, en los países de Europa del este y en la propia Unión Soviética se produjo el sorprendente y estrepitoso derrumbe del régimen político conocido como socialismo real. Su caída tuvo como mayor símbolo la caída del muro de Berlín (octubre de 1989). Este hecho pasó a ocupar el centro de la atención mundial. En contraparte, comenzaba a manifestarse la tremenda fuerza del despegue de las economías de los colosos asiáticos (la India y China), que pronto alcanzarían unas tasas de crecimiento que casi no tenían antecedentes en la his-

toria. Cambios de tanta magnitud y dramatismo anunciaban una "nueva era". Sin embargo, no había ninguna garantía de que no surgieran otras grandes crisis financieras en el último tramo del milenio: los años 90.

Capítulo 5

La globalización financiera a fines del milenio, 1990-2006: ¿Por qué se multiplicaron las crisis?

Cuando en 1999 Paul Krugman publicó su libro *El retorno a la economía de la depresión*, recibió escaso reconocimiento y no resultó un éxito editorial. Su obra no despertó el interés de los lectores estadounidenses porque la mayoría estaban absortos con la espectacular subida de las cotizaciones en la bolsa de Nueva York y en los nuevos mercados tecnológicos. Unos años más tarde, al inicio de la crisis financiera mundial que estalló en septiembre de 2008, el premio Nobel volvió a lanzar su libro, ahora con mejor suerte. Sus predicciones se habían revelado premonitorias aunque, paradójicamente, se equivocó con respecto a las causas inmediatas de la nueva gran crisis financiera.

Krugman argumentó que los colapsos financieros en los países latinoamericanos y asiáticos de los años 90 eran un reflejo de la globalización de los flujos de capitales que generaban una intensa volatilidad en los mercados cambiarios, financieros y bancarios. Se refería en especial a las crisis financieras en México (1995), Asia oriental (1997) —cuando se colapsaron las bolsas y los bancos en Tailandia, Indonesia, Malasia y Corea— y a las crisis de 1998 en Rusia y Brasil, momento en que ambas naciones

Biblioteca Sapiens Historicus

sufrieron fortísimas devaluaciones en sus monedas. Estos derrumbes se debieron, en buena medida, al efecto de las enormes olas de inversiones de portafolio (calificadas como *hot money* o "dinero caliente"), que entraban a los mercados de países dinámicos de la periferia para luego salir con igual rapidez a raíz de señales de un posible desequilibrio político o monetario.

Sin duda, el último decenio del siglo XX fue la época de la globalización financiera más notable de la era contemporánea. Sus bondades se convirtieron en una especie de "mantra" para banqueros y agentes de fondos de inversión pero también para periodistas financieros de publicaciones de alcance mundial como el *Financial Times* y el *Economist*, que no dejaban de cantar loas a la globalización como motor del crecimiento de la economía mundial. Tres factores eran claves en la nueva revolución financiera: la desregulación en los mercados bursátiles, bancarios y monetarios nacionales, el aumento en las transacciones internacionales de capitales y la innovación en una multitud de instrumentos de inversión, seguros y especulación.[197]

Durante la administración de Bill Clinton como presidente de Estados Unidos (1993-2000), un buen número de altos cargos del Tesoro y de la Reserva Federal, al igual que encumbrados funcionarios de organismos multilaterales como el FMI, no dejaron de ponderar las virtudes de la desregulación financiera mundial, incluso cuando se advertía una creciente volatilidad y el aumento de las crisis en varios países, en particular en América Latina y Asia. Era extraño, porque no parecían darse cuenta de los peligros que acechaban en Wall Street y en otros mercados financieros de Estados Unidos como consecuencia de la acumulación de una serie de colosales burbujas financieras. Las ilusiones eran mucho más fuertes que la realidad.

Si bien se insistió en que la globalización financiera era un fenómeno especialmente notable en la periferia, una de las más notorias paradojas fue que los mayores volúmenes de flujos de capitales internacionales no se dirigieron a los países en vías de desarrollo sino a los mercados financieros del centro, en especial a los de Londres y Nueva York.[198] Nunca se había producido un auge bursátil en Wall Street más espectacular que el experimentado entre 1992 y 2001, con subidas inéditas en las cotizaciones de las acciones de las grandes corporaciones industriales y los bancos. Al mismo tiempo se produjo un fenómeno similar pero aún más intenso en las acciones de empresas tecnológicas, en particular en el mercado especializado que se conoce como Nasdaq. También creció de manera exponencial la inversión en los mercados de futuros, que habían experimentado un largo desarrollo en la bolsa mercantil de Chicago y en otros mercados similares. En su origen, estas inversiones se fundamentaban en la compraventa de contratos basados en los precios futuros de productos primarios, pero luego se aplicaron a todo tipo de valores. Paralelamente se multiplicaron los nuevos instrumentos de reaseguro y especulación, incluyendo los derivados —de muchos tipos y colores—, cuya venta a escala mundial pronto alcanzaría volúmenes alucinantes. Todos los valores parecían subir como la espuma al mismo tiempo (véase Gráfico 5.1.). La existencia de enormes burbujas en muchos países era reconocida y ponía en peligro la estabilidad financiera mundial, pero ¿quién entre los políticos o banqueros se atrevería a poner en duda las virtudes de la mayor fiesta de especulación y ganancias financieras en toda la historia del capitalismo?

Gráfico 5.1.

Comportamiento real de la bolsa de valores de Nueva York y del mercado inmobiliario de Estados Unidos, 1990-2006



Fuente: Robert J. Shiller, "Historical housing market data", *Irrational Exuberance*. Princeton: Princeton University Press, 2005 y "Long term stock, bond, interest rate and consumption data since 1871", *Market Volatility*, Cambridge, MA: MIT Press,1989. http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.html (consultado el 1 de octubre de 2009).

El *Big Bang*: La globalización financiera se exporta de Londres al mundo

Aunque es frecuente identificar a Wall Street como el mercado emblemático de la globalización financiera en los últimos años del siglo XX y los primeros del siglo XXI, debe recordarse que su despegue fue una consecuencia de las transformaciones sufridas en el mercado financiero de Londres, las que se implementaron desde 1986. Las reformas combinaron cambios institucionales, en la bolsa londinense con la aplicación de proyectos de tecnología de información que revolucionaron las transacciones financieras

a nivel local y mundial. El proceso fue bautizado como el "*Big Bang*". La desregulación de los mercados de cambios y de valores en la tradicional City, sede de muchos de los bancos más antiguos del mundo, pronto se difundiría a escala internacional, pero conviene prestar atención a sus orígenes y a la rapidez de las transformaciones que se registraron en aquel periodo.

Es tradicional el argumento de que la revolución neoconservadora impulsada por la administración de Margaret Thatcher (1979-1990) fue clave en la aceleración de las políticas públicas que contribuirían a la globalización financiera. A su vez, es frecuente encontrar en numerosos libros que analizan la época de Thatcher y de Reagan una marcada tendencia a insistir en la importancia de los cambios en la ideología y en las políticas económicas que estas figuras protagonizaron: se pasaba del dominio del *estado* al del *mercado*. Dos piezas claves de esta campaña fueron la ofensiva en contra de los grandes sindicatos corporativos y la liberalización de los mercados. También suele ponerse énfasis en el auge de las propuestas de los economistas monetaristas y neoliberales que encontraban su inspiración en los escritos de Hayek y Friedman, favorables a la desregulación de las economías a escala mundial.[199]

Estas interpretaciones tan comunes son, sin embargo, imprecisas e ideológicamente tendenciosas. Además, no captan bien la complejidad de las transformaciones que se produjeron en los mercados financieros contemporáneos. De acuerdo con Ranald Michie, quien recientemente ha publicado dos obras fundamentales al respecto, incluyendo una historia detallada de la bolsa de Londres y una historia comparada de los mercados bursátiles en el mundo, el inicio del *Big Bang* puede fecharse a partir de las reformas puestas en marcha el 27 de octubre de 1986 en

Londres.[200] Entonces se permitió la libre entrada a la otrora conservadora bolsa inglesa a una multitud de empresas financieras internacionales y se facilitó la cotización en ese mercado de acciones, bonos y papel comercial de empresas corporativas de todo el mundo. Hacia 1990, el valor de las acciones de empresas globales en la bolsa de Londres ya traspasaba el billón de libras esterlinas. También aumentó con rapidez la compra-venta de bonos internacionales de gobiernos y de empresas: este tipo de transacciones se extendió a muchos mercados y pasó de 6 billones de dólares en 1994 hasta alcanzar los 50 billones de dólares en 2004. En este último año, el predominio de Londres era abrumador, ya que controlaba la impresionante proporción del 70% del total mundial de operaciones en bonos globales.

Recordemos que en la capital británica ya se habían instalado desde hacía mucho los bancos estadounidenses de inversiones, que operaban con una agresividad que dejó boquiabiertos a sus competidores europeos. Por su parte, el *Big Bang* contribuyó a que Londres se convirtiese en el mercado preeminente de divisas internacionales, y a que las operaciones cambiarias se transformaran en un negocio gigantesco con transacciones casi instantáneas en todas partes del mundo. Estas recibieron el impulso de una amplia y novísima infraestructura de computadoras y telecomunicaciones. Eran precisamente los grandes bancos de Estados Unidos e Inglaterra los que disponían de la más avanzada tecnología electrónica del momento. En el caso de los bancos comerciales británicos, la razón se vinculaba con la enorme extensión de sus tradicionales redes de sucursales, en especial las radicadas en Asia, Medio Oriente y África.[201] En el caso de los grandes bancos estadounidenses (comerciales y de inversión), se explicaba por el abanico mundial de sus agencias, que manejaban las cuen-

tas de las empresas multinacionales norteamericanas, las cuales habían experimentado un impresionante crecimiento global desde la década del 60 en adelante.

Otra razón que explica el despegue de la globalización financiera desde Londres se encuentra en el hecho de que esta plaza conservaba su predominio tradicional como mercado mundial de seguros y fletes y como el mayor mercado de futuros de petróleo, oro, plata y diamantes, además de muchos otros *commodities*. Hacia mediados de los años 90 ya se concentraban en la capital inglesa alrededor de medio millón de empleados de bancos, compañías de seguros y de una enorme gama de firmas especializadas en transacciones mercantiles y financieras internacionales. De hecho, el único mercado financiero en el mundo con un número equivalente de operadores era Nueva York, aunque no debemos olvidar que desde la magna crisis de 2008 se han despedido a decenas de miles de empleados de los bancos en *ambas* ciudades.

Como hemos sugerido con anterioridad, la internacionalización financiera no era una novedad para la banca inglesa, la cual mantenía extensas redes de sucursales en Africa, Medio Oriente, Asia y Oceanía desde fines del siglo XIX, y se había convertido en un valioso legado de lo que fue el viejo Imperio Británico. De allí el enorme tamaño de los bancos comerciales ingleses como Westminster, Lloyds, Midland, Royal Bank of Scotland y el Hong Kong and Shangai Banking Corporation; este último era y es hoy el más capitalizado del mundo. Aparte de estos colosos, en la City trabajaban una multitud de firmas financieras que se especializaban en inversiones y en el manejo de nuevos instrumentos financieros como los derivados.

Un sector de gran crecimiento fue la colocación de fondos en paraísos fiscales que se ubican en varias islas británicas, como

Guernesey, Channel Islands y Jersey, además de los clásicos refugios europeos de Mónaco, Luxemburgo, Liechtenstein y Andorra, y una docena de islas en el Caribe y Panamá.[202] Como es sabido, se canalizaron hacia estos lugares los fondos cada vez más cuantiosos de las clases adineradas de Europa y Estados Unidos, de los jeques árabes de países petroleros, así como de inversionistas de Asia, África y América Latina. Se calcula que el volumen de estos negocios en años recientes está cerca de los cinco billones de dólares.[203]

Las transformaciones en los demás mercados financieros de Europa fueron más tardías y lentas que en Londres. El historiador Ranald Michie señala que las bolsas de Europa continental estaban reglamentadas de manera más estricta y que no sería sino hasta 1998 que se estableció un mercado paneuropeo de bonos capaz de competir con los de Londres, Tokio y Nueva York. No obstante, poco a poco los sistemas bancarios y bursátiles de Europa continental se fueron abriendo. Por ejemplo, la bolsa de Bruselas experimentó el impacto del *Big Bang* desde los años 1989-1990 y, al mismo tiempo, comenzaron a transformarse las bolsas de París, Frankfurt, Milán y Madrid, entre otras muchas ciudades.[204]

Otra faceta de la globalización financiera en Europa fue su vinculación con los procesos de privatizaciones de empresas públicas, muchas de las cuales se habían creado hacía medio siglo, durante la posguerra. En el caso de Inglaterra, que fue pionera en estas políticas, se comenzaron a poner en venta desde principios de la década del 80. Un ejemplo temprano aunque algo diferente fue el de España, ya que bajo el primer gobierno de Felipe González (1982-1987) se iniciaron importantes reformas con la estrategia de *reconversión industrial*, la cual puede describirse como

una privatización pausada, que sentó algunas de las bases de la nueva economía española. Pero el mayor impulso provino de las olas de privatizaciones que tuvieron lugar entre 1988 y 1999. En este periodo se realizaron ventas de empresas públicas en Italia por el equivalente de más de 100 mil millones de euros, en Alemania por casi 80 mil millones, en Gran Bretaña por 74 mil millones, en Francia por 66 mil millones, y en España por más de 40 mil millones de euros.[205]

Si bien muchos bancos europeos protagonizaron procesos de privatización de empresas en sus propios espacios nacionales, también comenzaron a llevar a cabo negocios similares en otras naciones y regiones, lo cual contribuyó a que se convirtieran en bancos globales. Los bancos españoles, por ejemplo, que habían sido muy domésticos, pronto se lanzaron a la conquista de las plazas financieras en América Latina: en los años 90, los bancos Santander y BBVA absorbieron decenas de firmas financieras locales en diversos países de la región. A su vez, estos bancos apuntalaron la expansión de una nueva generación de empresas multinacionales españolas que compraron empresas estatales en sectores como telefonía, aviación, petróleo, gas y electricidad en la Argentina, Chile, Perú, Bolivia, Brasil, México y otros países de América Latina.[206]

Junto con la globalización bancaria, se produjo un nuevo fenómeno: la multiplicación de grandes instituciones inversoras en Europa, Estados Unidos y Japón que manejaban enormes carteras de valores, con un menú de acciones y bonos cada vez más internacionales. En este terreno, ejercieron un papel de especial importancia las compañías de seguros, los fondos de pensiones y las firmas de inversión y de alto riesgo, cuyos activos aumentaron de 13.8 mil millones de dólares en 1990 hasta superar los 46

billones de dólares en 2003 (estos los datos se refieren al conjunto de los inversores institucionales en los países de la OCDE).[207] Las opciones para invertir se multiplicaban: acciones de empresas globales, bonos y letras de tesorería de gran número de países, divisas, futuros de petróleo, instrumentos para cubrir riesgo como los derivados o, alternativamente, instrumentos financieros para apostar sobre los precios futuros de los diferentes valores que circulaban en los mercados.

Cuadro 5.1.

Transacciones financieras internacionales, 1982-2004
(miles de millones de dólares)

Año	1982	1990	1997	2004
Préstamos bancarios (*eurocurrency*)	983	3.870	5.695	9.883
Bonos internacionales	82	226	595	1.560
Derivados (a)	N. D.	3.450	29.035	183.503
Mercado de cambios (promedio diario)	60	590	1.490	1.880

Notas: (a) Incluye los *credit default swaps* y los *derivados* de valores bursátiles, N. D.: no disponible.
Fuente: Youssef Cassis, *Capitals of Capital, A History of International Financial Centres*, 1780-2005, Cambridge: Cambridge University Press, 2006, p. 256.

Aunque la mecánica de la globalización financiera avanzó con especial rapidez en Londres y se exportó desde allí a otras plazas, no hay que olvidar que los mercados financieros de Nueva York —y demás centros financieros de Estados Unidos— seguían disfrutando de más profundidad financiera en términos comparativos. Sus operaciones eran en especial nacionales aún en los años 80, pero la combinación de sus tres mercados de capitales los colocaba —entonces y ahora— en un lugar excepcional. El

mayor de los tres mercados es, sin duda, el de bonos y letras del Tesoro, que tiene más liquidez que cualquier otro en el mundo. En segundo lugar está la bolsa de Nueva York, que es el mercado bursátil más dinámico y profundo en el mundo para acciones corporativas. Por último, hay que mencionar al mercado financiero para empresas tecnológicamente innovadoras, el Nasdaq, que creció exponencialmente en el último decenio del siglo XX, aunque luego tendría una caída espectacular en 2001.

De acuerdo con las estadísticas de sus operaciones, en el mercado de valores de Estados Unidos en 1990 cotizaban acciones de empresas por valor de algo más de tres billones de dólares, lo seguía de cerca Japón y, bastante más atrás, Inglaterra, Alemania y Francia. Hacia 2003, en cambio, el valor de capitalización del mercado en Estados Unidos ya superaba los 14.2 billones de dólares (¡recordemos que estamos hablando de catorce millones de millones de dólares!), mientras que Japón se había estancado y seguía sin superar los 3 billones de dólares. En contraste, habían subido con fuerza Gran Bretaña (2.4 billones), Francia (1.35 billones) y Alemania (1 billón). También hubo un crecimiento de cierta importancia de las bolsas en Canadá, Suiza y Rusia. Aún más notable fue la rapidez de la expansión de nuevos mercados de capitales en Asia, donde el valor de las cotizaciones de acciones de empresas en 2003 se dividía de la siguiente forma: Hong Kong, 714 mil millones de dólares; China, 681 mil millones; y Australia, 585 mil millones.[208]

Puede observarse que el estadounidense era, por si solo, mayor que todos los demás mercados de capitales del mundo juntos. Es por este motivo que un derrumbe en Wall Street inevitablemente habría de sacudir todos los sistemas financieros del planeta. Incluso más impresionante era el tamaño del mercado de bonos y letras del

gobierno de Estados Unidos. El comercio en valores públicos en las plazas financieras estadounidenses (sobre todo letras del Tesoro) alcanzaba la increíble cantidad de 111 mil millones de dólares *por día* en 1990, pero ya rebasaba los 733 mil millones de dólares diarios en 2003 y, en la actualidad, es aún más importante.

El auge especulativo de fin del milenio en Estados Unidos en la bolsa y en los demás ámbitos financieros fue acompañado por una notable expansión de las transacciones en el enorme mercado inmobiliario norteamericano que dio pie al mayor auge de la construcción de casas y edificios en la historia de ese país. Al mismo tiempo se produjo un crecimiento espectacular de las empresas de telecomunicaciones y cómputo, que eran portadoras de una nueva revolución tecnológica y económica. En una obra titulada *Los felices 90*, el economista y premio Nobel Joseph Stiglitz describe el optimismo desbordante que se vivía en Wall Street y Washington a raíz de la transformación tecnológica. Stiglitz resultó ser uno de los miembros más cautos de la administración Clinton en su apreciación de los riesgos que implicaba la euforia financiera que se desató en esos años. Como miembro del consejo de asesores presidenciales y, luego, como vicepresidente del Banco Mundial, pudo transmitir y criticar la "exuberancia irracional" que se adueñó no sólo de los inversores y banqueros, sino de casi todos los miembros de la administración demócrata. Pero para la mayoría de los altos funcionarios y banqueros no había motivos para preocuparse: la inflación estaba controlada, la deuda pública estadounidense disminuía, los ingresos fiscales aumentaban, la bolsa subía y los precios de las casas también. Se trataba, en pocas palabras, del mejor de todos los mundos posibles, como hubiera dicho Pangloss, el filósofo eternamente optimista de la obra *Cándide* de Voltaire.

No obstante, existía un ejemplo reciente que era muy llamativo y que dejaba en evidencia el fracaso estrepitoso que se podría sufrir como consecuencia de la expansión desmesurada de los mercados financieros. Se trataba de Japón, la segunda economía del mundo: en 1990 había padecido una enorme crisis financiera que pronto se transformó en una prolongada recesión. El origen del colapso provino de una serie de burbujas que se habían generado con rapidez desde mediados de los años 80 en los mercados inmobiliarios y bursátiles de ese país. La gran especulación despegó con la apreciación del yen respecto del dólar en la primavera de 1985, después de lo cual el Banco de Japón inyectó liquidez a los mercados crediticios. Entre 1986 y 1987, el banco central volvió a bajar el tipo de descuento en cinco ocasiones, empujándolo hacia abajo desde el 5% hasta llegar al 2,5%, "el nivel más reducido desde la guerra".[209] El propósito principal de las autoridades financieras japonesas consistía en devaluar la moneda y ayudar a sostener las exportaciones, evitando que los productos japoneses se volvieran demasiado caros en los mercados internacionales.

El efecto de la baja en el costo de los créditos fue instantáneo, ya que las clases medias y altas japonesas se volcaron a invertir de manera masiva en valores en bolsa y en bienes inmuebles. Este poderoso movimiento fue impulsado, además, por las altas tasas de ahorro en Japón, que se contaban entre las más formidables del mundo. Los precios se dispararon: el índice Nikkei 225 de la bolsa de Tokio estaba en el nivel de 11.542 en diciembre de 1984 y pasó a 38.915 en diciembre de 1989. En el caso de los precios y terrenos la escalada fue mucho más abrupta. En 1989, el valor de los terrenos para uso residencial en Tokio alcanzó 150 veces el correspondiente a la zona metro-

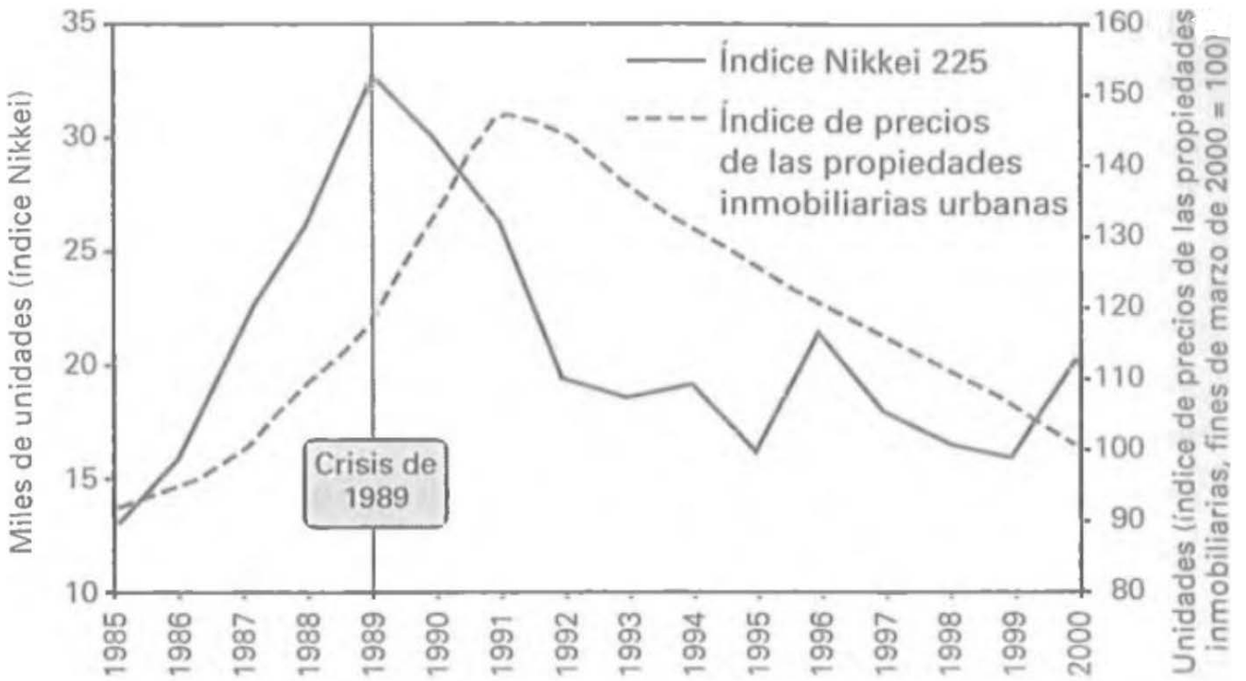
politana de Nueva York, 16 veces el de Londres y 35 veces el de París.[210]

Tales niveles de especulación crearon enormes burbujas en los mercados financieros japoneses. Pronto vino el derrumbe, y a partir de 1990 todos los precios de inmuebles y acciones comenzaron a caer, y lo hicieron de manera sostenida. En 1992 el índice Nikkei había bajado a menos del 50% de su valor en 1989 y su caída prosiguió: ya en abril de 2002 la bolsa de Tokio había perdido el 75% del nivel máximo alcanzado hacía trece años. En el caso de los inmuebles, la tendencia era aún más pronunciada. Según un estudio de *The Economist*, el valor de los locales comerciales en las seis ciudades más importantes de Japón bajó un 84% entre 1991 y 2001.[211] Estas alzas y caídas brutales explican en buena medida el prolongado estancamiento económico que sufrió esa nación hasta nuestros días. En suma, ya hacia mediados de la década del 90, y pese a las alabanzas de la expansión financiera en la era de la globalización, el caso japonés demostraba los enormes peligros de la volatilidad financiera para la economía y la sociedad.

Curiosamente, el gran colapso financiero en Japón no tuvo efectos importantes ni contagio en otras naciones; e inclusive al interior de esa nación, los efectos sobre el empleo, el salario y el consumo fueron matizados debido a los extraordinarios niveles de vida alcanzados por la mayoría de la población japonesa en los decenios anteriores, y esto incluía no sólo a los empresarios y profesionales sino también a los empleados, obreros y campesinos. Quizá por este motivo no se captó en el resto del mundo la severidad y el tamaño del descalabro de los bancos y las bolsas japonesas.

Gráfico 5.2

Comportamiento real de la bolsa de valores y del mercado inmobiliario de Japón, 1985-2000



Nota: El índice Nikkei 225 incluye las cotizaciones de las 225 acciones de las empresas más activas en la bolsa de Tokio. La lista se renueva cada año.
Fuente: Elaboración propia con base en Yahoo! Finance, 2010, "NIKKEI 225 (^N225) Historical Prices", http://finance.yahoo.com/q/hp?s=^N225&a=00&b=4&c=1984&d=01&e=20&f=2010&g=m (consultado el 20 de febrero de 2010) y Ministry of Internal Affairs and Communications. Statistics Bureau, Director General for Policy Planning (Statistical Standards) & Statistical Research and Training Institute, 2009, "Statistics Bureau Home Page / Japan Statistical Yearbook - Chapter 17 Prices: 17-12 Urban Land Price Index".

Contradicciones políticas y económicas del despegue globalizador

La aceleración de la globalización económica llevó a que se celebrara en los medios masivos de comunicación y en docenas de publicaciones.[212] Las razones esgrimidas para alabar la *nueva economía* desde principios de la década del 90 eran, sin duda, poderosas, pero existían fuertes contradicciones subyacentes —de carácter político y económico— en las distintas regiones del

mundo que no deben olvidarse. En el caso de la Unión Europea, recordemos que siguió disfrutando de fuertes tasas de crecimiento hasta principios de los años 90 que eran consecuencia de la progresiva integración del mayor mercado regional del mundo. No obstante, en 1992 y 1993, una serie de ataques especulativos contra las principales monedas tumbaron el Sistema Monetario Europeo (SME).[213] Una de las causas subyacentes que provocó la especulación fue el incremento de las tasas de interés en Alemania, considerada la locomotora económica de la Comunidad Europea. El aumento se debió a los enormes costos financieros de la integración de las dos Alemanias —la República Democrática Alemana (antes Estado socialista) con la República Federal Alemana—, un proceso que fue impulsado por el canciller Helmut Kohl y que contó con el apoyo de los dos grandes partidos políticos, el demócrata cristiano y el socialdemócrata. La unión política —la más costosa de la historia en términos financieros— obligó al banco central, el Bundesbank, a restringir la emisión monetaria para evitar que se desatara una fuerte inflación. Esto propició una mayor volatilidad financiera en Europa y generó tensiones en los tipos de cambio en otros países.

De hecho, desde el 15 de septiembre de 1992, se produjeron varias olas de ataques especulativos contra las monedas europeas —franco, libra, lira, escudo y peseta— que dieron lugar a la salida de la libra y la lira del Sistema Monetario Europeo, y a la devaluación de la peseta y del escudo. De acuerdo con el economista español Jaime Requeijo:

> Las convulsiones se sucedieron a lo largo de los meses siguientes, provocando de nuevo masivas intervenciones y otra devaluación de la peseta hasta que la tormenta de agosto de 1993,

> con el *franco* como objetivo del ataque especulativo, produjera la decisión comunitaria de ampliar las bandas de fluctuación hasta 15%. La decisión suponía, de hecho, el paso a un sistema de flotación que no se modificó hasta la llegada del *euro* en enero de 1999.[214]

Después de la crisis cambiaria y durante un par de años, las economías de Europa occidental tuvieron un desempeño relativamente pobre, con alzas en las tasas de desempleo. En el caso de España, que fue quizás el país más severamente castigado por la crisis, el economista Torrero Mañas señala que a lo largo de 1992 se "sufrieron sucesivas caídas del signo monetario, en contra de los deseos del Gobierno que consideraba la fortaleza de la peseta como un pivote esencial de la política antiinflacionista".[215] Se produjo un brote inflacionario fuerte en la economía española, acompañado por un incremento del déficit comercial y un creciente desequilibrio en las cuentas fiscales. Especialmente traumático fue el hecho de que el desempleo se disparó, alcanzando en 1994 la impresionante cifra de 24,2% de la población activa, en una época en que el promedio de desempleo en los países de la OCDE se mantenía por debajo del 8%. La crisis monetaria contribuyó al debilitamiento de la administración del presidente Felipe González en España, cuyo partido, el PSOE, sufrió una fuerte derrota en las elecciones de 1993. Pero a pesar del traspié monetario y financiero, se consolidó la incorporación de los países de Europa del sur a la Unión Europea e, inclusive, comenzó a discutirse la futura entrada de nuevos socios de Europa del este, que iniciaban su camino hacia la democracia capitalista.

La caída del muro de Berlín en 1989 abrió un proceso de rápidas transformaciones de los regímenes políticos y de las eco-

nomías de Europa oriental. Se confiaba en que aquellos países que disfrutaban de índices altos de capital humano —es decir, con amplios sectores de profesionales y de trabajadores con buena formación técnica— tendrían el potencial para lograr una exitosa transición hacia una economía de mercado competitiva. No obstante, como está bien documentado, el proceso fue extremadamente complejo y, en algunos casos conflictivo.[216] Los costos humanos, económicos y sociales fueron altos, en especial a raíz de las guerras de los años 90 en la vieja Yugoslavia y en los Balcanes.

Aún no se sabe con certeza cuál fue la causa de la complicada relación entre auge de la globalización y fin de los regímenes del socialismo real de la Unión Soviética y de Europa oriental en los años 90. El trauma político y económico fue mayor en la antigua Unión Soviética, que se desmembró en una federación de estados asimétricos y sujetos a constantes rivalidades y pugnas, en particular por el control de los recursos naturales. Además, durante casi un decenio, en Rusia se sufrió una extraordinaria crisis demográfica, acompañada por una prolongada recesión económica, ambas señales de que el desmantelamiento del viejo estado soviético y la desregulación de los mercados en primera instancia no funcionaron. Todos los gobiernos rusos de los años 90 se esforzaron por vender la esperanza de que la transición permitiría alcanzar con rapidez la democracia, el equilibrio económico y la paz social. Eran ilusiones.

En el caso de Latinoamérica, el discurso favorable a la globalización fue abrazado por casi todos los políticos que llegaron a la presidencia en esos años: Carlos Salinas de Gortari (1989-1994) en México, Carlos Menem (1989-1999) en la Argentina y Fernando Henrique Cardoso (1995-2003) en Brasil. Numerosos académicos y banqueros anunciaron que después de la puesta en

marcha del plan Brady de canje de deudas por diversos países desde 1988, se había dado fin a la larga crisis de la deuda externa. Sin embargo, el saldo total de las deudas externas latinoamericanas no disminuyó sino que fue aumentando de manera pronunciada a lo largo del decenio 1990-2000. El servicio de la deuda siguió siendo, sin lugar a dudas, la mayor pesadilla de las finanzas públicas en la región. Esto contribuyó a persistentes y graves problemas en las balanzas de pagos, a pesar de que se registraban importantes entradas de inversiones extranjeras directas, acompañadas por flujos inestables de capitales de portafolio.

Un caso mucho más contundente que evidencia el éxito en las tendencias del crecimiento económico en este periodo fue el que experimentaron varios de los países más densamente poblados de Asia, destacando en particular el impresionante despegue económico de China e India. De 1988 en adelante, las tasas anuales de crecimiento del PIB en China rebasaron el 10% al año y en la India se aproximaron al 6%. Sin embargo, la mayor parte de este formidable crecimiento se debió al ahorro interno en cada país. La globalización financiera no explicaba su éxito, ya que en términos relativos, la inversión extranjera era claramente minoritaria. Más importante era el impulso de la globalización comercial, debido a que las exportaciones constituyeron una fuente fundamental de crecimiento. Esto era aún más pronunciado en el caso de las economías de Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Malasia y Filipinas. Pero, en estos últimos países, los flujos internacionales de capitales fueron en gran parte responsables de gravísimas crisis que estallaron simultáneamente en 1997. Tampoco es claro que la desregulación financiera haya favorecido a la mayor economía de Asia, la de Japón, que —como ya hemos comentado— entró en una prolongada recesión económica a

partir de una gigantesca crisis inmobiliaria, bursátil y bancaria que se desató en 1990.

La globalización financiera también tuvo efectos contradictorios para los países de Medio Oriente, región en la que la primera guerra en Irak (1990-1991) y la fuerte inestabilidad política y militar hicieron estragos. El ya viejo fenómeno de reciclar petrodólares siguió funcionando a través de alianzas con los bancos norteamericanos y europeos y permitió mejoras en el desempeño económico de algunos países. Sin embargo, en general esto no se dio de forma sostenida y tuvo efectos negativos sobre la distribución del ingreso.

En el caso de Africa, durante estos años los procesos de globalización produjeron impactos más negativos, ya que en vez de contribuir a la estabilidad, abrieron canales eficaces para financiar decenas de guerras civiles y facilitar enormes fugas de capitales a paraísos fiscales por parte de dirigentes políticos, militares y empresariales corruptos. Los terribles castigos ejercidos por la epidemia de SIDA y las hambrunas hundieron en abismales niveles de pobreza a millones de africanos. La única recompensa a estos estragos fue el extraordinario éxito político y social alcanzado en Sudáfrica, cuando Nelson Mandela y el partido del Congreso Nacional Africano lograron asumir el poder en 1994, tras las primeras elecciones democráticas en ese país. El secreto de esta transición residió en la habilidad política, la moderación y el espíritu de sacrificio de nuevas fuerzas sociales que permitieron la transición no sólo del autoritarismo a la democracia, sino del racismo secular a la tolerancia entre blancos y negros, entre etnias y entre ricos y pobres.

Este espíritu de prudencia y abnegación, sin embargo, no se correspondía con la euforia especulativa y la exaltación por lo

material que se apoderó de bancos e inversionistas en Estados Unidos y Europa occidental en la última década y media del milenio. En suma, las contradicciones y tensiones políticas y sociales del mundo no obstaculizaron la carrera hacia la mayor expansión y diversificación de los mercados financieros en la historia. No obstante, y en medio del auge, estallaron una serie de crisis financieras en numerosos países en desarrollo entre 1995 y 2001, que comenzaron a poner en cuestión las bondades de la globalización.

La multiplicación de las crisis financieras en los países emergentes entre 1994 y 2001

Si bien los orígenes de la globalización financiera contemporánea pueden buscarse en las transformaciones de los mercados bancarios y bursátiles de algunas naciones avanzadas desde mediados de los años 80, su impacto en los países en vías de desarrollo no se manifestó con fuerza hasta principios de los años 90.] Desde entonces, la prensa financiera comenzó a denominar a los países de Latinoamérica, Africa y Asia como "mercados emergentes", y esta terminología algo confusa se generalizó de tal manera que incluso se hizo frecuente hablar de "países emergentes". Resulta evidente que, en términos históricos, es una aberración describir con la palabra "emergentes" a sociedades milenarias como las de México, Indonesia, China, la India o Egipto. Pero con esto los banqueros se referían, en realidad, al hecho de que comenzaba a observarse el desarrollo de mercados financieros más complejos y profundos en esos países. Se llegó a pensar que era inminente la consolidación de una red global de bolsas y mercados dinámicos que marcaría el apogeo del capitalismo contemporáneo.

Sin embargo, tanto los banqueros como los políticos se dejaron obnubilar por las perspectivas de una expansión financiera y económica infinita y no se percataron de los desequilibrios inherentes a un mundo de sistemas monetarios y bancarios diversos y altamente inestables, a los cuales podían golpear con dureza las crecientes olas de capitales especulativos que cruzaban los mares al instante a través de los cables electrónicos de los bancos.

No debe olvidarse, además, que desde principios de los años 90 numerosos periodistas y académicos señalaron los peligros que entrañaba la senda emprendida. Cuando se revisa la prensa y las revistas económicas editadas en diversos países en desarrollo se advierte una abundante cantidad de análisis críticos que subrayaban las riesgosas consecuencias que podría traer el hecho de emprender políticas de liberalización y privatización aceleradas a partir de mercados relativamente pequeños pero muy concentrados, dominados por oligopolios financieros que mantenían alianzas con élites políticas que, a su vez, toleraban altos grados de corrupción. La falta de mecanismos para proporcionar crédito a pequeñas y medianas empresas y al campo en los países pobres o en vías de desarrollo también era señalada como una clara falla de las nuevas políticas económicas.[217]

La globalización financiera de los años 90, por ejemplo, no tomó por sorpresa a los múltiples analistas de la deuda externa latinoamericana, que ya habían estudiado las desastrosas consecuencias del endeudamiento de los años 70 y los aún más catastróficos resultados de las crisis financieras de los años 80. Dentro de organismos como la CEPAL o el Banco Interamericano de Desarrollo se observaban, con una peculiar mezcla de optimismo y preocupación, las nuevas olas de capital especulativo que fueron llegando a los mercados de México, Brasil, la Argentina, Chile,

Colombia, Venezuela y otros países de la región desde 1990 en adelante. Fueron en especial agudos los análisis de una serie de economistas y especialistas en América Latina sobre el impacto desigual de los nuevos flujos financieros: entre ellos se destacan los nombres de José Antonio Ocampo, Barbara Stallings, Stephany Griffith-Jones, Ricardo Ffrench-Davis, Robert Devlin, Patricia Adams, Oscar Ugarteche y Alberto Acosta.[218]

Estos economistas estaban preocupados por el efecto que podía tener la entrada abrupta y masiva de capitales externos a las economías de países en vías de desarrollo, que recién se estaban recuperando de la crisis de las deudas que tuvo lugar durante la llamada "década perdida" de los años 80. Pero en la mayor parte de Latinoamérica, la transición de dictaduras a democracias hizo que la situación política y económica fuese de gran complejidad. Además, en el caso de la Argentina, Brasil y México, los sistemas monetarios eran aún endebles, incluso cuando sus gobiernos eventualmente pudieron vencer la hiperinflación que asoló a estos países entre 1985 y 1990. Muy pronto ingresaron masivos flujos de capitales a la región, en particular inversiones de portafolio muy volátiles. Para 1993, los flujos privados de capitales que llegaron a los países en vías de desarrollo alcanzaron un promedio de 149 mil millones de dólares al año, un notable contraste con el periodo de 1982 a 1989, cuando la periferia había sido exportadora neta de capitales a los países del centro.[219]

Después de haber sufrido un proceso de descapitalización, Latinoamérica volvía a convertirse en uno de los destinos preferidos de la nueva globalización financiera. La prensa económica internacional como el *Financial Times* y el *Wall Street Journal*, y las revistas financieras como *Euromoney* y *Latin Finance* no dejaron de ver las supuestas bondades que podrían generar estos flujos de

capitales. Pero los observadores más perceptivos argumentaron que, pese al aumento en las tasas de crecimiento económico registrado desde 1990 en Latinoamérica, y todavía más en Asia Oriental, la globalización financiera podría provocar nuevas debacles financieras, bancarias y monetarias. De hecho, desde el estallido de la crisis mexicana en diciembre de 1994, los colapsos financieros se multiplicarían en muchas partes del planeta. La inestabilidad y volatilidad estimuladas por la desregulación financiera no eran en absoluto despreciables.

La comprensión de esta problemática fue ampliada por un grupo importante de economistas que trabajaban en universidades angloamericanas y que publicaron una serie de estudios comparativos en los que demostraban que la multiplicación de las crisis ocurridas en el periodo posterior a 1982 recordaba a la situación vivida durante la primera globalización de los años 1870 a 1914 y la de los años 30. Esta nueva producción de trabajos de historia financiera comparada fue encabezada por investigadores como Michael Bordo, Guillermo Calvo, Albert Fishlow, Barry Eichengreen, Sebastian Edwards, Richard Portes, Barbara Stallings y Jeffrey Sachs, entre otros.[220] Todos ellos se dedicaron a realizar una minuciosa anatomía de las crisis financieras para distinguir entre crisis bancarias, bursátiles, monetarias y de deuda.

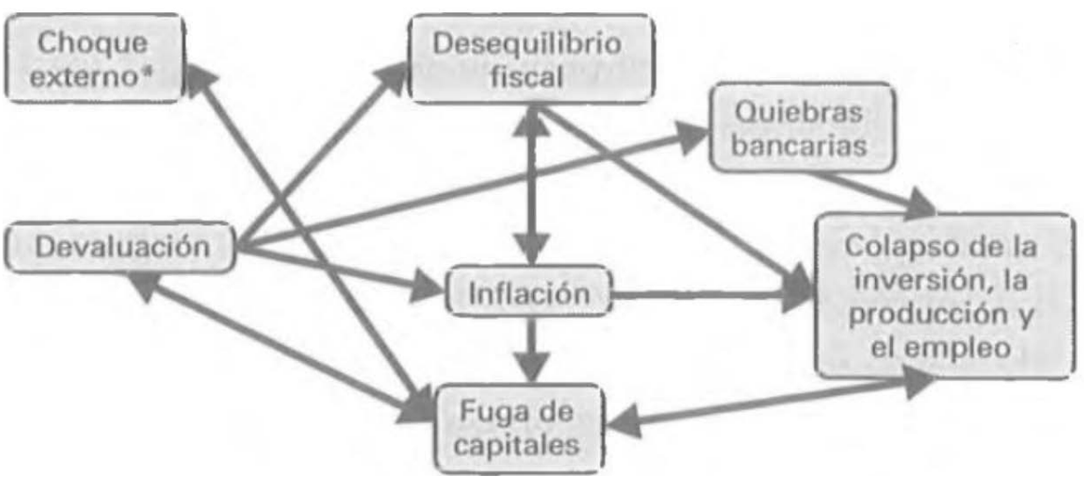
Un ejemplo reciente de los resultados de esta escuela de historia financiera es un estudio muy citado de Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff dedicado a la historia de las crisis bancarias y financieras en la era contemporánea, que establece una especie de balance cronológico internacional.[221] Comienzan por poner énfasis en el análisis de lo que llaman los "cinco grandes derrumbes bancarios en los países avanzados": España (1977),

Noruega (1987), Finlandia (1991), Suecia (1991) y Japón (1992). Pero también indican que se multiplicaron las crisis bancarias en la periferia. Por ello estudian las crisis bancarias en cinco países asiáticos en el periodo comprendido por los años 1997-1998 (Tailandia, Indonesia, Corea, Malasia y Filipinas), así como las de Colombia (1998) y la Argentina (2001). En general, su comparación demuestra que, en cada país analizado, una crisis bancaria suele tener efectos profundos que desembocan en el colapso de los mercados bursátiles y de viviendas, acompañados por una caída en los precios de las casas que dura seis años y alcanza un 35% (en promedio), mientras que en las bolsas el promedio de la caída es del 55% y se prolonga por más de tres años. Al mismo tiempo, y para el conjunto de los países que estudian, Reinhart y Rogoff observan caídas importantes de producción (9%) y de empleo (7%). Por último, observan que se dispara la deuda gubernamental, cuyo valor real aumenta un 86% en los episodios estudiados.

En varios de los casos nacionales analizados, las crisis bancarias no se convirtieron en crisis sistémicas, mientras que en otros llevaron al virtual colapso de los mercados financieros y al comienzo de una violenta recesión (véase Diagrama 5.1.). Michael Bordo y Barry Eichengreen analizaron 95 crisis en países en vías de desarrollo ocurridas entre 1973 y 1997: 17 fueron "cracs" bancarios, 57 fueron crisis cambiarias y 21 fueron crisis gemelas (*twin crises*). La gravedad de los colapsos, como argumentó Michael Bordo, era mayor cuando se trataba de crisis gemelas, es decir, una serie simultánea de colapsos bancarios y cambiarios.[222]

Diagrama 5.1.

Crisis en economías periféricas



* Ejemplos de choques externos son: el alza súbita en las tasas de interés internacionales, las variaciones a la baja en el precio de *commodities* como el petróleo o el cobre, etc.
Fuente: Juan Carlos Moreno y Jaime Ros, *Development and Growth in the Mexican Economy: A Historical Perspective*. Oxford, Oxford University Press, 2009, p. 158.

México: La crisis de los "tesobonos" (1995) y el rescate internacional

El primer colapso financiero registrado en Latinoamérica que puso en cuestión las bondades de la nueva globalización fue el derrumbe mexicano, también conocido como la "crisis del tequila". En esta sección, comentaremos en detalle la anatomía de esta debacle no sólo porque fue la primera que se calificó de *crisis de mercado emergente*, sino porque ofrece un ejemplo de la complejidad y particularidad de los cruces entre políticas y finanzas, que eran característicos de las diversas crisis latinoamericanas y asiáticas que se produjeron a lo largo de los años 90.

La entrada de capitales de cartera a México entre los años 1990 y 1993 había sido cuantiosa: alcanzó unos 90 mil millones de dólares. Se trataba de un caso temprano y paradigmático de la

nueva internacionalización financiera, en tanto que México fue la nación que durante ese periodo recibió mayor cantidad de flujos de capitales de todos los países en vías de desarrollo.[223] Los agentes financieros de los inversionistas extranjeros confiaban en la política cambiaria adoptada por la administración del presidente mexicano, Carlos Salinas de Gortari, ya que permitía un deslizamiento muy lento del valor del peso que ofrecía seguridad para poder cambiar sus capitales y ganancias a dólares en cualquier momento.

Pronto quedó demostrado que el capital volátil entraba precisamente con la expectativa de salir a corto plazo, apoyándose en la continuidad de la política cambiaria.

Desde varios puntos de vista, la crisis financiera y monetaria mexicana de fines de 1994 y principios de 1995 puede verse como otra *crisis de deuda*, pero se combinó con un complejo colapso monetario y bancario de nuevo cuño. Una serie de características la distinguen de las anteriores crisis de la deuda externa mexicana y latinoamericana del periodo 1982-1988. A principios de 1994, la deuda externa mexicana *a largo plazo* superaba los 122 mil millones de dólares, la cifra más alta en su historia. Esta suma incluía cerca de 80 mil millones de dólares en deuda pública, pero también una considerable cantidad de bonos internacionales de paraestatales como PEMEX y de grandes empresas privadas mexicanas como CEMEX y TELMEX, que colocaron varios miles de millones de dólares en bonos en la bolsa de Nueva York en los años 90.[224]

Una de las características más peligrosas de la situación en 1994 fue que, además, había aumentado muchísimo la deuda externa contratada a corto plazo, en especial la de la banca mexicana. De acuerdo con una investigación efectuada a fines de 1994

por *El Financiero*, un periódico especializado, esta deuda rebasaba los 57 mil millones de dólares: la mitad era responsabilidad de los bancos de fomento (Nacional Financiera, Banobras y Banco Nacional de Comercio Exterior), mientras que el resto había sido contratada por la banca privada mexicana. En ambos casos, se habían negociado préstamos a tasas de interés bajas en Estados Unidos para luego otorgar créditos a empresarios mexicanos a tasas sustancialmente más altas; con la diferencia, las instituciones financieras pretendían obtener beneficios.[225] Esta tendencia tendría que haber preocupado al impasible e inmóvil Banco de México, pero no fue así.

La primera fase de fuga de capitales comenzó en marzo de 1994, tras el asesinato del candidato a la presidencia Luis Donaldo Colosio. Inexplicablemente, el Banco de México no publicó informes sobre la salida de fondos, que alcanzó casi 10 mil millones de dólares en esos días. Tampoco proporcionó información sobre la baja de sus propias reservas, lo cual contribuyó a generar un clima de incertidumbre en los mercados financieros nacionales e internacionales. También sorprende que la paridad cambiaria apenas se modificó en el resto del año, mientras que la fuga de capitales prosiguió, con altibajos, provocando una marcada caída de la bolsa. Para compensar el drenaje de sus reservas, los directivos del banco central mexicano propusieron a la Secretaría de Hacienda, dirigida por Pedro Aspe, que aumentara la emisión de unos extraños instrumentos de deuda pública que se bautizaron como "tesobonos".[226] El gobierno vendió los nuevos valores en cantidades crecientes a inversionistas extranjeros y nacionales hasta llegar a la descomunal cifra de 30 mil millones de dólares en diciembre de 1994. Pero no era sólo el alto volumen de la deuda lo que resultaba insólito, sino el hecho de que su venci-

miento estaba previsto para los primeros nueve meses de 1995: es decir, el gobierno —como la banca— había construido una bomba de tiempo con una gigantesca deuda externa que tenía que liquidarse a muy corto plazo.

Como demuestra la historia económica y financiera latinoamericana, una y otra vez, los mayores ciclos de endeudamiento casi siempre son seguidos por devaluaciones y fuertes crisis.[227] El problema es saber cómo moderar la fase de auge y cómo evitar un colapso financiero. Resulta claro, en consecuencia, que ni el secretario de Hacienda, Pedro Aspe, ni el director del Banco de México, Miguel Mancera, tuvieron la perspicacia suficiente para anticipar la debacle que se estaba generando. La conveniencia de devaluar la moneda en el transcurso del año 1994 era clara por varias razones, entre las cuales pueden citarse las siguientes: (1) la creciente fuga de "capitales golondrina" desde marzo de 1994; (2) una creciente brecha entre el fuerte aumento de los precios domésticos en México en 1994 y el lento deslizamiento del peso frente al dólar; (3) un déficit comercial cada vez más grande, debido al fuerte incremento de las importaciones estimulado por el tipo de cambio casi fijo y por la firma del Tratado de Libre Comercio de Norteamérica en enero de 1994; (4) los manejos politizados de las finanzas públicas en el año electoral; (5) la riesgosa contratación de una enorme cantidad de deuda bancaria a corto plazo en dólares y la emisión de una fantástico volumen de los peligrosísimos tesobonos.

Las autoridades políticas y económicas mexicanas, sin embargo, no tomaron la valiente y necesaria decisión de modificar las políticas monetarias y financieras, y dejaron que se acumularan todas las presiones políticas y económicas de manera conjunta hasta llegar al punto de máxima tensión que se alcanzó en el

momento de efectuarse el cambio de administración presidencial en diciembre de 1994, cuando Carlos Salinas de Gortari dejó el poder en manos del recientemente electo Ernesto Zedillo. Tres elementos contribuyeron a generar una extraordinaria presión sobre los mercados financieros mexicanos en las primeras semanas de ese mes. El primero fue la preocupación por la transición política, la cual provocó nuevas salidas de capitales y crecientes presiones sobre el peso. El segundo fue una caída sustancial de la bolsa mexicana.[228] El desencadenante final fue la especulación en tesobonos por un grupo de banqueros y ricos inversionistas mexicanos entre el 1 y el 15 de diciembre, que contó con el inaudito beneplácito del Banco de México.

Miguel Mancera entonces cometió *el pecado* que un banquero central nunca debe cometer: envió señales a los agentes más grandes de los "mercados financieros" advirtiéndoles la inminencia de una devaluación. Se sabía que el nuevo secretario de Hacienda, Jaime José Serra Puche, estaba contemplando sugerir la conveniencia de ampliar la "banda" de flotación del peso. Los mercados reaccionaron con una demanda creciente de dólares y, en la tarde del 20 de diciembre, el director del banco central, Miguel Mancera, cometió la increíble torpeza de preguntar a los banqueros privados si les parecía que sería suficiente una ampliación del 15%. Ellos contestaron que sí, pero a la mañana siguiente estos mismos financieros liquidaron gran cantidad de sus activos y acudieron al Banco de México para comprar moneda extranjera dentro de la banda ligeramente ampliada, con lo que pudieron adquirir 8 mil millones de dólares a precios baratos en unas pocas horas. Así provocaron la descapitalización casi completa del banco central. Con menos de 4 mil millones de dólares en sus reservas internacionales, a las dos de

la tarde del 22 de diciembre, el Banco de México se vio forzado a aceptar la libre flotación del peso sin contar con instrumentos para defenderlo contra nuevos ataques especulativos. Estos siguieron repitiéndose hasta provocar una devaluación aún mayor, que alcanzó casi el 100% en apenas cuatro semanas. De esta manera, el Banco de México se convirtió en el primer banco central autónomo del mundo en llevar su propia economía a la quiebra.

La inestabilidad que la crisis financiera mexicana generó en los mercados internacionales presentó una amenaza tan grave para la economía de Estados Unidos que requirió una acción de emergencia multilateral. El paquete de rescate financiero —coordinado por el Tesoro de Estados Unidos— fue el más grande organizado para un solo país en la historia, al menos hasta entonces. El secretario del Tesoro de Estados Unidos, Robert Rubin, consultó con el presidente Clinton y con el director de la Reserva Federal, Alan Greenspan, y pronto puso en marcha el "Acuerdo Marco entre Estados Unidos de América y México para la Estabilización de la Economía Mexicana", firmado en febrero de 1995 por la administración de Ernesto Zedillo.

El plan de emergencia para México ofreció, en principio, más de 40 mil millones de dólares a partir de la participación combinada de tesorerías de gobierno, bancos centrales, bancos multilaterales y banca privada de Estados Unidos, Canadá, Europa y Japón. Sus componentes más importantes fueron un préstamo por 17 mil millones de dólares por parte del FMI y un acuerdo "*swap*" entre el Tesoro de Estados Unidos y la Secretaría de Hacienda de México, que se calculaba inicialmente en otros 20 mil millones de dólares.[229]

En realidad, la mayor parte del dinero adelantado sirvió para amortizar los 30 mil millones de dólares en tesobonos que se encontraban en manos de grandes inversionistas mexicanos y extranjeros.[230] Pero en vez de proponer un calendario de pagos más dilatado por causa de la bancarrota de diciembre, las autoridades mexicanas aceptaron rescatar a los inversionistas. Esta estrategia impidió la revaluación del peso y la recuperación de la economía mexicana, que colapsó a raíz del súbito aumento de la inflación, las tasas de interés y la falta de un programa para defender el empleo. En poco tiempo, y debido a la bancarrota de numerosas empresas que dejaron de pagar sus créditos, entraron en quiebra técnica la mayor parte de los bancos mexicanos. El gobierno creó un programa para absorber los créditos incobrables, de los cuales un gran número pertenecía a empresarios. El rescate eventualmente requirió un aumento de la deuda gubernamental por cerca de 100 mil millones de dólares, cuyo servicio siguen pagando los contribuyentes mexicanos en la actualidad.

Después de la crisis, se multiplicaron las quiebras de empresas y se vendieron los mayores bancos mexicanos a tres grupos extranjeros, Citibank, BBVA y Santander. Durante 1995, se perdió casi 1 millón de empleos en la economía y se intensificó de manera formidable la emigración de trabajadores a Estados Unidos. Se trataba de un profundo derrumbe a escala nacional que tuvo impactos importantes en América Latina, afectando la cotización de los valores en los mercados de capitales de la Argentina, Brasil y Colombia. Por otra parte, representó el preludio de otras crisis, que habrían de estallar en Asia poco después.

LAS CRISIS ASIÁTICAS Y LOS NUEVOS COLAPSOS FINANCIEROS EN LATINOAMÉRICA, 1997-2001

Una de las consecuencias de la crisis mexicana fue que, después de 1994, los flujos internacionales de capital tendieron a reorientarse hacia Asia oriental, en particular a China, Tailandia, Malasia, Indonesia y Filipinas. Se calcula que en la década del 90 estos flujos superaron los 450 mil millones de dólares. No obstante, como en el caso mexicano, uno de los fenómenos más desestabilizadores fue la gran cantidad de préstamos a corto plazo que llegó a las plazas asiáticas. La entrada de capitales fomentó alzas considerables en las bolsas locales y una expansión de los sistemas bancarios, con abruptas subidas en los precios de los activos financieros y de los inmuebles. Este auge se mantuvo hasta 1996, cuando las exportaciones industriales de los llamados "tigres asiáticos" (se incluía Corea) comenzaron a decaer, en parte debido a la enorme competencia que existía entre estos países con el fin de conquistar mercados externos. Se produjeron crecientes salidas de capitales de corto plazo, que generaron presiones devaluatorias sobre las monedas más débiles de la región. La excepción fue China, que no aceptó inversiones de carteras y recibió en especial inversiones directas (a largo plazo) debido a sus estrictas regulaciones.

En mayo de 1997, el baht tailandés y el peso filipino sufrieron grandes presiones a la baja, pero fueron respaldados durante unas semanas por la intervención de Singapur en el mercado de divisas con el apoyo de Japón, que tenía cuantiosas inversiones y préstamos pendientes de pago en la zona. Sin embargo, continuó la sangría de capitales y el 2 de julio se dejó flotar libremente al baht, seguido por buena parte de las monedas de los países de Asia

oriental. Filipinas dejó flotar su moneda el día 11 de julio, Malasia el 14 de julio, Singapur el 17 de julio, Indonesia el 14 de agosto, Taiwán el 18 de octubre y Corea el 16 de diciembre.[231]

Los gobiernos y los bancos centrales de estas naciones habían intentado defender sus monedas durante varios meses, pero fracasaron debido al volumen y a la volatilidad de los flujos financieros globales. Las monedas nacionales de los países del sur de Asia sufrieron serios ataques especulativos que llevaron a cuantiosas devaluaciones. Estas tuvieron efectos fulminantes y, en menos de un año, la moneda de Tailandia perdió un 48% de su valor frente al dólar, la rupia indonesa perdió un 78%, el wong coreano se devaluó el 34%, y el ringgit malayo un 40% (véase Gráfico 5.2.).

Gráfico 5.3.

Comportamiento de los tipos de cambio de algunas economías emergentes frente al dólar estadounidense, 1990-2000



Fuentes: Elaboración propia con base en Bank of Korea, *Economic Statistics System*, http:// ecos.bok.or.kr/EIndex_en.jsp; Banco de México, *Mercado cambiario*, http://www.banxico.gob.mx/PortalesEspecializados/tiposCambio/indicadores.html (consultado el 2 de octubre de 2009).

A raíz de los colapsos cambiarios, muchas de estas naciones solicitaron el auxilio del FMI para equilibrar sus balanzas de pagos y reforzar las reservas de sus respectivos bancos centrales. Los rescates asiáticos tenían algunas similitudes con los que se intentaron en México, pero en conjunto los primeros fueron aun superiores, ya que alcanzaron un valor total de más de 150 mil millones de dólares para toda la región. Los programas de ajuste implicaron intensas reducciones de los gastos sociales y económicos, que provocaron más contracción de las economías. Las bolsas y las monedas de los "tigres asiáticos" continuaron sufriendo los ataques de los especuladores durante meses luego de la puesta en marcha de las recetas ortodoxas del FMI, que insistió con llevar a cabo una reducción de gastos que sólo agudizó las crisis locales. Este fracaso ha sido subrayado por muchos analistas, pero se destaca la crítica de Alexandre Lamfalussy, antiguo director del Banco Internacional de Pagos.[232]

Las caídas en el crecimiento real de las economías de varias de las naciones asiáticas en 1998 fueron notables: en Corea el descenso fue del 5,5%, en Indonesia de casi el 14%, en Malasia cercano al 7% y en Tailandia superior al 9%. Además, los sistemas bancarios de los últimos tres países fueron trastocados y han tardado años en estabilizarse. A su vez, las crisis asiáticas perjudicaron al sistema bancario japonés porque éste era acreedor neto de la región.

Un año después del estallido de las crisis asiáticas, los efectos colaterales también alcanzaron a Brasil y a Rusia, que sufrieron fugas de capitales y fuertes devaluaciones de sus monedas.[233] En el caso de Brasil, se había producido un crecimiento sostenido de la deuda externa que rebasó los 200 mil millones de dólares durante la primera administración del presidente Fernando

Henrique Cardoso (1995-1999). A su vez, la deuda interna alcanzó un volumen similar pero con tasas de interés más elevadas, que atraían tanto a los bancos e inversores locales como a los extranjeros. El pago de un enorme servicio de la deuda distorsionaba las finanzas públicas y obligaba a disponer de una fuerte cantidad de las reservas obtenidas gracias al superávit en el comercio exterior. Sin embargo, a fines de 1998, cuando los inversionistas se percataron de que podía haber serios problemas en el manejo de las finanzas de Brasil, un gran volumen de capital emigró de manera súbita y aumentó la presión sobre el real brasileño. De nuevo, y a pesar de la puesta en marcha de un gigantesco programa de rescate orquestado por el FMI —con un valor nominal de 41 mil millones de dólares—, la crisis brasileña fue de gran escala.

Esta secuencia extraordinaria de fulgurantes crisis financieras y rescates en diversos países en desarrollo durante los años 1997 y 1998 no podía dejar de despertar el interés de los economistas que trabajaban en universidades y bancos centrales del mundo. Desde esa fecha hasta el presente, se han publicado decenas de libros y centenares de artículos cuyo fin es explicar diferentes aspectos del fenómeno.[234] Pueden identificarse diversas escuelas que ofrecen distintos modelos teóricos a fin de elucidar la relación entre los desequilibrios en la cuenta corriente (comercio exterior), la balanza de pagos, el sistema bancario y los regímenes monetarios en países de la periferia en tiempos de globalización y crisis financieras.[235]

Algunos de los factores señalados como causantes de las crisis incluyen el aumento de las deudas externas, el impacto de los capitales extranjeros invertidos a corto plazo sobre los sistemas bancarios locales y los efectos frecuentemente perversos de los tipos de cambio fijos. A su vez, los colapsos también despertaron

mucho interés en la evaluación de los rescates para determinar si las respuestas adoptadas fueron las correctas. El carácter súbito y violento de los derrumbes financieros no implica que todos los actores estuvieran mal informados. Al contrario, algunos inversores anticiparon la caída de las reservas del respectivo banco central y apostaron a la devaluación con instrumentos financieros proporcionados por el propio gobierno, lo que les aseguraba enormes ganancias en el corto plazo. Otro problema que ha sido subrayado en estas crisis es la debilidad de los bancos y mercados financieros de los países en desarrollo. En general se argumenta que no contaban con los mecanismos de regulación adecuados para manejar los enormes flujos de capitales pero en dichos casos uno se pregunta si el FMI hizo lo necesario para ayudar a las naciones deudoras a que establecieran mejores mecanismos de regulación y prevención de riesgos. Se tiene la impresión de que, como en el caso de la crisis de 1982, el organismo multilateral actúa como un bombero, pero no como alguien con la capacidad necesaria para anticipar el fuego.

Finalmente, el tema del "contagio" financiero acaparó la atención de centenares de economistas. ¿Cómo se transmite la crisis cambiaria de un país a otro y causa corridas sobre las monedas que desembocan en devaluaciones, crisis en las balanzas de pagos, resquebrajamiento de las finanzas públicas, el hundimiento de bancos y bolsas, la quiebra de empresas y el aumento del desempleo? Es evidente que, en este terreno, existen más preguntas que respuestas, como lo demuestran los contagios financieros que se registraron como consecuencias de la crisis contemporánea de 2008-2009.

La última de las llamadas "crisis de los países emergentes" tuvo lugar en la Argentina a partir de 2001. Esta nación sudame-

ricana había experimentado un enorme crecimiento de su deuda externa entre 1990 y 2001, durante las administraciones de Carlos Menem y Fernando de la Rúa. Con el apoyo del FMI se mantuvo durante demasiado tiempo una convertibilidad fija peso/dólar y se contrató préstamo tras préstamo en el exterior para cubrir el servicio de las antiguas deudas y enjuagar los déficit públicos. De acuerdo con el economista Jorge Schvarzer, los ingresos por más de 30 mil millones de dólares que se recibieron luego de las privatizaciones de todas las empresas estatales argentinas efectuadas entre 1990 y 1995 sirvieron para apuntalar las reservas del banco central, pero debido al enorme costo del servicio de la deuda externa (cuyo saldo alcanzaría 140 mil millones de dólares a fines de la década), no existía mucho margen de maniobra.[236] Los bancos locales e internacionales disfrutaban de enormes ganancias por la convertibilidad cambiaria, a través de la cual recibían sus pagos en pesos atados al dólar.

Ante el debilitamiento de las finanzas argentinas registrado entre mediados de 2000 y fines de 2001, comenzaron a producirse fortísimas presiones sobre las reservas del banco central, que llevaron a fugas de divisas por más de 20 mil millones de dólares en poco más de un año. Participó de esto un amplio universo de grandes empresas nacionales y extranjeras, entre las cuales se destacaban las empresas españolas, que contrataron decenas de camiones de seguridad para sacar miles de millones de dólares del país poco antes del derrumbe.[237] En cambio, la mayoría de los argentinos con cuentas corrientes despertaron la mañana del 7 de enero de 2002 con la dura noticia de la devaluación del peso argentino y el establecimiento del famoso "corralito", que les impedía sacar el dinero de los bancos.

La debacle monetaria y financiera argentina tuvo lugar en medio de una aguda crisis política. La devaluación se produjo después de la caída del gobierno del presidente Fernando de la Rúa, quien fue sucedido por tres presidentes provisionales. Luego asumió el peronista Eduardo Duhalde, quien pasaría un año y medio intentando lidiar con la crisis económica y con el FMI, que presionaba para que se aplicara un durísimo programa de estabilización. El país estaba, en efecto, a punto de suspender los pagos de la deuda externa (*default*), ya que no podía cubrir el servicio a los bancos e inversores acreedores. De hecho, el 14 de noviembre de 2002 se suspendió el pago de los intereses al Banco Mundial. El nuevo director del FMI, Horst Kohler, insistía con que el gobierno argentino redujera los gastos y reiniciara sus pagos al organismo multilateral como condición para considerar un plan de rescate. Sin embargo, ya no había margen para ello, y prevaleció la posición de la economista Anne Krueger, vicepresidente del FMI, y de Paul O'Neill, secretario del Tesoro de Estados Unidos, en el sentido de que no se ofrecería ninguna ayuda adicional al gobierno argentino. Se debía consentir la suspensión de pagos e informar a los tenedores de bonos que tendrían que aceptar una reducción en el valor e iniciar un proceso de largas negociaciones.

A partir del 25 de mayo de 2003, una nueva administración presidencial, encabezada por Néstor Kirchner, asumió el poder en la Argentina. Su reto consistía en determinar cómo renegociar el enorme cúmulo de deudas con escasísimos recursos fiscales. Debido a la falta de apoyo del FMI, Kirchner suspendió los pagos sobre el servicio de la deuda a ese organismo el 9 de septiembre, noticia que circuló a nivel mundial y causó preocupación en los mercados financieros. Sin embargo, el nuevo presidente y el equi-

po de su ministro de economía, Roberto Lavagna, enfrentaron el reto con audacia y llevaron a cabo la mayor reducción de la deuda externa en la historia reciente latinoamericana. Luego de arduas negociaciones internacionales, al poco tiempo se reanudó el servicio de la deuda contraída con las instituciones multilaterales. Gracias al auge de las exportaciones que vivió la Argentina desde 2003 en adelante, se logró una recuperación muy importante de la economía.

Lecciones de las crisis financieras de 1994-2001

Uno de los legados de las grandes crisis financieras de los mercados emergentes de fines del siglo XX, consiste sin duda en la experiencia adquirida para llevar a cabo rescates coordinados de gran envergadura. La crisis mexicana de 1995, por ejemplo, demostró que era factible coordinar un plan financiero de importantes dimensiones entre el Tesoro de Estados Unidos, la Reserva Federal, el FMI y diversas entidades públicas financieras. Muchos de los lineamientos no eran nuevos, ya que la crisis de la deuda latinoamericana de la década del 80 había proporcionado numerosas lecciones sobre cómo articular complejas negociaciones entre los países deudores y los acreedores, fuesen estos bancos públicos multilaterales o bancos privados.

A lo largo de las crisis de fin de siglo —la mexicana de 1995, las asiáticas de 1997, la brasileña y la rusa de 1998—, las autoridades financieras en muchas partes del mundo se acostumbraron a reunirse con mayor frecuencia y a ponerse de acuerdo en políticas comunes y en las fórmulas para reunir fondos de apoyo en cada emergencia. Por otra parte, es claro que, desde entonces, los

directivos de los bancos centrales y de las tesorerías de muchos países se han dedicado cada vez más a reflexionar sobre la evolución de la economía mundial y sus problemas, y podría suponerse que han dejado de ser tan parroquiales como solían ser cuando sólo estaban enfocados en el impacto doméstico de sus políticas económicas. Al parecer, la experiencia en la coordinación internacional adquirida en las crisis de 1995 y 1998 ha servido como aprendizaje y ha contribuido a la rapidez con la que han respondido los miembros del G-20 a algunos de los retos de la magna crisis financiera de 2008 y 2009.

No obstante, los rescates para los países en vías de desarrollo a finales de los 90 no tuvieron los efectos positivos que deseaban sus poblaciones y, en especial, los trabajadores y sectores de bajos recursos. Las medidas adoptadas en México y Brasil, así como en Tailandia, Indonesia y Filipinas, permitieron solventar de forma gradual los desequilibrios monetarios y financieros e hicieron posible el rescate de inversionistas nacionales e internacionales, de bancos y empresas. En cambio no mejoraron (e incluso disminuyeron) el nivel de vida de los habitantes de los países deudores. En este sentido, el sabor que dejaron los rescates es amargo. Los datos sobre las tasas de crecimiento económico en los países que sufrieron estos colapsos sugieren que la globalización financiera no es una panacea y que ha sido fuente de una volatilidad e inestabilidad económica más pronunciada que cualquier otra.

El propio Banco Mundial constató en 2001 que se habían producido 112 crisis bancarias en 93 países entre 1977 y fin de siglo. Como argumentó Martin Wolf, editor asociado del *Financial Times*: "Experimentar una crisis podía considerarse una desgracia, pero haber experimentado 112 era indicativo de un grado extre-

mo de descuido".[238] Al parecer, Wolf se refiere al "descuido" del FMI, aunque no lo hace explícito. A pesar de estos datos escalofriantes, una revisión de las propuestas de los economistas ortodoxos —tanto del FMI como de la academia— sobre la volatilidad sugiere que fracasaron en elaborar propuestas efectivas para limitarla. Cuando los desastres comenzaron a sucederse uno tras otro, casi todos los expertos abandonaron la idea de que las políticas de convertibilidad fija eran apropiadas y recomendaron la conveniencia de que todos los países abrazaran la libre flotación de sus monedas. Tampoco puede decirse que fuesen innovadoras otras ideas del FMI y demás instituciones multilaterales que se limitaron, en general, a proponer que los países en desarrollo siguieran los lineamientos del viejo consenso de Washington, cuidando el manejo de las cuentas públicas y el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica en un mundo con enorme volatilidad. En esencia estaban pidiendo un virtuosismo extraordinario, como si cada gobierno fuera un artista del trapecio financiero global.

Los gobiernos y bancos centrales de los países en vías desarrollo aprendieron una lección muy diferente sobre las crisis de la que proponían los economistas neoliberales y el FMI. ¿Cuál era la solución? En Latinoamérica y los países asiáticos, así como en gran parte del resto del mundo en desarrollo, la respuesta fue evidente y pragmática: era necesario que cada nación se asegurase la acumulación de cuantiosas reservas internacionales, en especial dólares, con un complemento de euros (desde 2000) y algunas otras monedas fuertes. Contar con reservas les permitiría aminorar problemas potenciales en las balanzas de pagos y defenderse de ataques especulativos masivos.

A partir del año 1999, el auge del comercio internacional y de las exportaciones de las naciones de la periferia les ha permitido poner en práctica este "remedio" preventivo. Entre 2000 y 2007, China aumentó sus reservas internacionales en más 1.200 mil millones de dólares; Corea del Sur, la India, y Taiwán en cerca de 200 mil millones de dólares (cada cual en adición a lo que ya tenían); mientras que Rusia y los demás países exportadores de petróleo lograron un aumento de casi 800 mil millones de dólares. En Latinoamérica, tanto Brasil como México se aproximaron, cada cual, al umbral de los 100 mil millones de dólares en reservas en 2007.

Es más, entre 2006 y 2007, varios países sudamericanos aprovecharon la bonanza en las exportaciones para liquidar sus compromisos con el FMI. A raíz de la reducción abrupta de su hoja de préstamos, se argumentó que esta institución multilateral estaba en camino de perder su verdadero sentido. En todo caso, sí perdió credibilidad, al igual que el Banco Mundial, que fue criticado con dureza por haber funcionado durante demasiado tiempo como instrumento del Consenso de Washington. Ni estas agencias multilaterales ni los "clubes" de acreedores —por ejemplo, el Club de París— demostraron la capacidad necesaria para evitar las crisis y, por ende, hoy son profundamente cuestionados.

Más importante aún es el hecho de que, desde fines de los años 90, en dos de las economías de más peso en el mundo —la Unión Europea y China— existe una creciente desconfianza en el manejo libre de las finanzas y en un sistema monetario cùyo eje hegemónico ha sido el patrón dólar durante varios decenios. En Europa, las lecciones de las crisis de 1993 influyeron de manera decisiva en el largo recorrido hacia la unificación monetaria, hasta que finalmente en 1999 se estableció el euro como mone-

da común y el Banco Central Europeo como apoyo institucional fundamental. Los países de la Unión Europea no podían darse el lujo de que los especuladores internacionales siguieran jugando con sus monedas como si fueran fichas de casino dentro de un sistema de tipos de cambio cada vez más volátiles. El peligro era cada vez mayor debido al crecimiento exponencial del volumen de las transacciones en el mercado cambiario y en los mercados financieros.

Por su parte, China —la nueva gran potencia, que se estima se convertirá en la mayor economía del mundo a mediados del siglo XXI— ha mantenido un estricto control del yuan a través de su banco central. Desde los años 90 sus inmensas reservas de monedas extranjeras han apuntalado al valor internacional del yuan y han dado solidez a su economía.

Los felices años 90 se prolongan hasta 2006 en Estados Unidos

Pese a la magnitud de las crisis financieras que los países emergentes sufrieron en el decenio de 1990-2000, los directivos de la Reserva Federal consideraron que estas experiencias no proporcionaban lecciones de utilidad para regular y supervisar los mercados financieros de Estados Unidos. Tampoco estaban especialmente preocupados por la forma en que se manejaban los crecientes desequilibrios en el balance público y en la cuenta corriente. Les resultaba evidente que se trataba de una situación excepcional, ya que no existía el peligro marcado de una devaluación, por el carácter que tiene el dólar como virtual moneda de reserva mundial, y por el tamaño relativo de la economía esta-

dounidense en el mundo. Pero la realidad era que, desde mediados de los años 90, la economía de Estados Unidos ya estaba sujeta a enormes entradas y salidas de fondos del extranjero que presentaban oportunidades aunque también riesgos para las finanzas nacionales y globales.

Se ha argumentado que los flujos externos de capitales impulsaron el tremendo auge bursátil que vivió Estados Unidos a fines de los años 90, y luego entre 2002 y 2006 (véase Gráfico 5.1.). Pero hay que recordar que, en el inicio, el grueso de las inversiones fue proporcionado por fondos de pensiones y de inversión domésticas. Tanto la bolsa de Nueva York como la bolsa tecnológica Nasdaq experimentaron unas subidas extraordinarias desde 1994, que sólo se ralentizaron en 1996, cuando el director de la Reserva Federal, Alan Greenspan, habló de una "exuberancia irracional" en una conferencia pública. En realidad, la expresión no era suya, sino que provenía de los labios del profesor de finanzas de la Universidad de Yale, Robert Shiller, quien había estado dando testimonio ante Greenspan dos días antes. En todo caso, las financieras hicieron caso omiso de una declaración que era en esencia un símbolo, pues aunque la Reserva Federal aumentó por un tiempo las tasas de interés de referencia, después siguió adelante la furiosa corriente especulativa que empujaba las bolsas a la alza.

Al tiempo que las bolsas subían sin cesar, se produjo una gran expansión en los mercados inmobiliarios, los cuales constituyen la fuente más importante de riqueza fija de la población de Estados Unidos. Pero, curiosamente, el poderoso gobernador del banco central, Alan Greenspan, llegó a la conclusión —registrada en su autobiografía— de que la euforia en los mercados se justificaba por un aumento en la productividad que (él suponía) era

consecuencia de la revolución de las nuevas tecnologías de información y su aplicación a la industria, el comercio, los servicios y la banca.[239] Luego vendría el "crac" bursátil de las empresas de informática en marzo de 2000 —conocido como el colapso "*dot/com*"—, que provocó la mayor caída de cotizaciones en las bolsas norteamericanas desde 1929. En un abrir y cerrar de ojos se perdieron cientos de miles de millones de dólares en valores que habían subido como la espuma en pocos años y que se evaporaron cuando se pinchó la burbuja especulativa.

Sin embargo, bajo el mando de Greenspan, la Reserva Federal no estuvo dispuesta a aceptar que la economía estadounidense entrara en una recesión, ni que las bolsas y mercados financieros se instalaran en un ciclo duradero a la baja. Su argumento era que esto no sólo perjudicaría a la economía de Estados Unidos sino a todo el mundo. Además, la situación se tornó doblemente crítica después del ataque terrorista del 11 de septiembre de 2001 —cuando agentes de Al Quaeda explotaron dos aviones contra las Torres Gemelas en Nueva York y uno contra el Pentágono—. La administración encabezada por George W. Bush temía una recaída de los mercados bursátiles. Era necesario actuar con rapidez y la Reserva Federal de Greenspan cumplió el papel de baluarte, reduciendo el costo del dinero de manera drástica hasta alcanzar un piso del 1% en la tasa de interés bancario, lo cual pronto sirvió para estimular a los mercados.

Las acciones de la Reserva Federal fueron tan exitosas que las cotizaciones de las acciones de las grandes empresas en Wall Street reemprendieron su camino ascendente desde mediados de 2002, aunque las firmas tecnológicas que cotizaban en el mercado de Nasdaq tuvieron muchísimos problemas para reanimarse. Mientras la economía de Estados Unidos seguía creciendo, las

convulsiones experimentadas en otras partes del planeta no pasaron de considerarse como casos nacionales o regionales que no amenazaban el desempeño de la economía del poderoso país del norte.

En los últimos capítulos de la autobiografía de Alan Greenspan —publicada a fines de 2006— queda patente que, como gobernador de la Junta de la Reserva Federal, consideraba que la globalización funcionaba a pesar de la multiplicación de los colapsos financieros y bancarios que se sucedían en diversas partes del mundo. En cambio, insistía en que era virtualmente imposible regular o reducir la especulación y las enormes burbujas en los mercados financieros en Estados Unidos. Esto deja en evidencia la "ceguera" que con frecuencia aqueja a banqueros centrales que creen ser dueños de la verdad y de un juicio superior. Lo preocupante, en este caso, consistía en que las acciones de la Reserva Federa tenían un enorme impacto internacional. Greenspan llegó a hablar, más de una vez, de mercados financieros que se autoregulaban.[240] Sus errores de cálculo podían tener efectos devastadores, como al fin ocurrió: la prueba fue la crisis mundial de 2008-2009.

Capítulo 6

La crisis financiera y económica de 2008-2009

La crisis financiera y económica que estalló en Estados Unidos en septiembre de 2008 ha tenido impactos y consecuencias de tanta profundidad que se la equipara con la Gran Depresión de los años 30. El hundimiento de bancos, bolsas y mercados inmobiliarios provocó una profunda contracción del crédito a escala mundial y ha afectado a la mayoría de las empresas del planeta. Esto trajo como consecuencia una reducción del empleo y de las inversiones en casi todos los países, así como una abrupta caída en las tasas de ganancia y un descenso en la producción y el comercio globales. No hay duda de que se trata de una enorme crisis, pero queda abierto el interrogante acerca de si es o no tan profunda y desgarradora como las mayores crisis del pasado, tema sobre el cual regresaremos al final de este capítulo. [241]

El colapso financiero de 2008 y 2009 fue inesperado y abrió una multitud de preguntas sobre sus causas, en especial porque explotó dentro del mercado bancario de Nueva York. Un buen número de economistas había previsto la posibilidad de que se dieran nuevas crisis en los países de la periferia, pero pocos anticiparon quiebras en el centro. ¿Por qué se produjeron pánicos y descalabros tan fuertes en los dos mercados financieros más dinámicos y estre-

Biblioteca Sapiens Historicus

chamente vinculados como Nueva York y Londres? ¿Había factores comunes que llevaron al desbarajuste en estas "capitales del capital"?[242] Sin duda, existían estrechos lazos financieros entre ambas, pero el tamaño colosal del colapso y su rápida difusión a todos los demás mercados sugiere la existencia de causas más amplias.

A estas alturas, resulta claro que la revolución financiera de nuestra época está íntimamente relacionada con la globalización económica y con las nuevas tecnologías de información que vinculan a los distintos mercados a través de una multitud de transacciones que se realizan a una velocidad que deslumbra. La intensificación de estos vínculos entre los bancos y otras firmas financieras en diversos países multiplica los riesgos en el caso de que estalle una crisis en los mayores mercados. Pero, además, ahora sabemos que los peligros se estaban incrementando de manera formidable desde los años 90 debido a la introducción de una batería de innovaciones financieras —los famosos *derivados*—, cuyo objetivo era diversificar los riesgos de las inversiones en acciones, hipotecas, precios de materias primas y un sinnúmero de transacciones. El principal problema consistía en que los nuevos títulos se manejaban dentro de un vasto y nuevo mercado bancario sobre el cual había muy escasa supervisión: algunos autores lo definen como un sistema bancario "alternativo" y otros lo califican de manera menos positiva como un sistema financiero "en la sombra" (*shadow banking*).[243] Por consiguiente, nadie sabía en realidad cuál era el auténtico valor de estas transacciones ni cuál era la naturaleza de la cadena de créditos, pese a su enorme volumen. Se trataba de un verdadero hoy negro, cuyos peligros fueron denunciados por muchos analistas pero, en la práctica, no fue regulado por los bancos centrales claves, en especial de Estados Unidos y de Gran Bretaña.

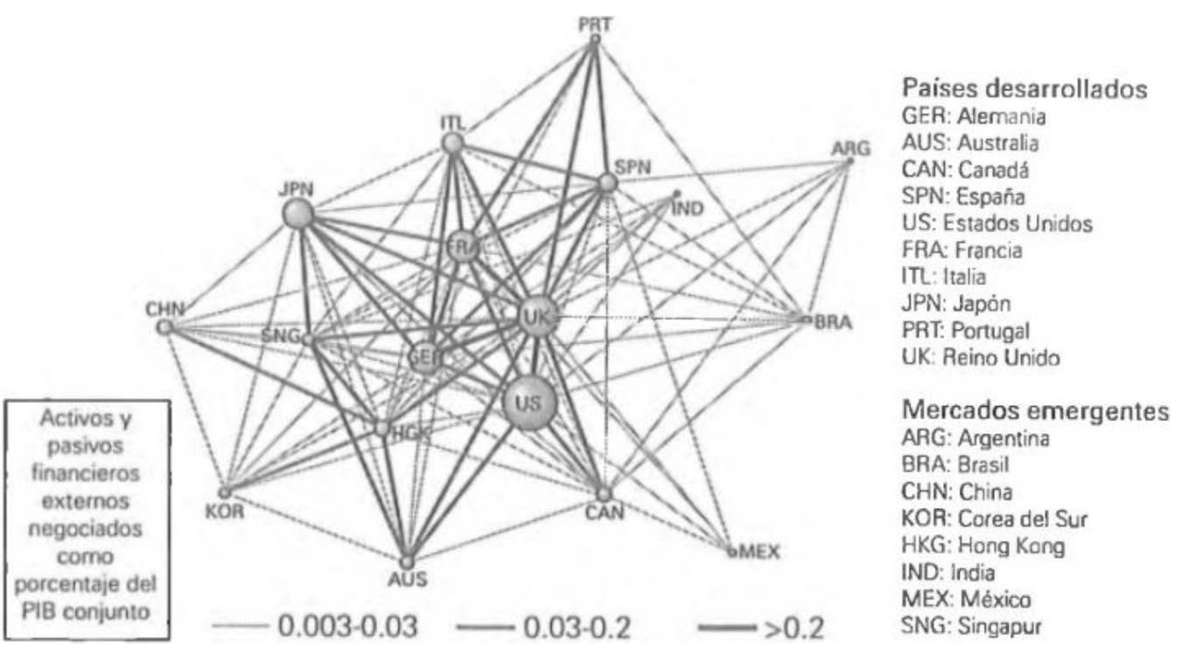
Como resultado, desde fines del milenio aumentó con rapidez el peligro potencial de un colapso *sistémico* sin que nadie pudiese anticipar la posible secuencia de fallas en los mercados. Pero de lo que no había duda es de que, debido al intenso proceso de globalización y concentración de capitales, en caso de una explosión se verían afectadas todas las principales plazas financieras del mundo. Una forma de describir la complejísima telaraña de relaciones que existía entre los centros financieros contemporáneos consiste en visualizarlos como una pequeña galaxia de soles y planetas. Como se puede observar en el Diagrama 6.1., que fue publicado por Andrew Haldane, director ejecutivo de la oficina de estabilidad financiera del Banco de Inglaterra, se ve que Estados Unidos y Gran Bretaña contenían en 2005 los dos mercados financieros de mayor importancia en el mundo, los cuales se conectan a través de una multitud de intercambios con todos los demás mercados financieros (grandes y medianos).

La metáfora del sistema gravitacional puede extenderse al ámbito financiero. El problema era que si el centro implotaba, esto afectaría a todos los demás mercados. En cambio, si colapsaba un mercado periférico o de segundo orden, era menos probable que estallase una crisis sistémica. En septiembre de 2008, sin embargo, el hundimiento de la firma Lehman Brothers, que tenía vínculos con millares de financieras, tuvo efectos devastadores, y generó una ola de pánico que provocó un congelamiento de los mercados de crédito a corto plazo. El colapso en Nueva York y Londres cimbró a todas las plazas, con lo que se inició una secuencia de pánicos bursátiles y bancarios totalmente inesperada. Los rumores de posibles quiebras de una serie de grandes bancos en Estados Unidos y Gran Bretaña fueron

seguidos en las semanas de septiembre y octubre por las noticias del hundimiento de algunos bancos en Alemania, Bélgica, Holanda, Francia y de casi todo el sistema bancario de Irlanda y de Islandia. En caso de no poder apagar el fuego en los mercados financieros, las consecuencias serían gravísimas, ya que probablemente se produciría la parálisis de las operaciones de muchas empresas comerciales y productivas en una multitud de países.

Diagrama 6.1.

Red financiera global, 2005



Nota: El grosor de los países (nodos) está dibujado en proporción a sus activos y pasivos financieros externos totales, mientras que el grosor de las líneas (vínculos) entre países es proporcional a la suma de activos y pasivos financieros externos negociados bilateralmente, dividida entre la suma de sus PIB.
Fuente: Andrew G. Haldane. "Rethinking the Financial Network" (Discurso pronunciado en la reunión de la *Financial Student Association*, Amsterdam, abril de 2009, www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2009/speech386.pdf, consultado el 7 de octubre de 2009).

La crisis contemporánea ha demostrado de manera dramática que la fragilidad de los mercados era mucho mayor de lo que se suponía. Esto implica que hubo un gigantesco fallo en la previsión de riesgos. En efecto, se careció de una adecuación a las nuevas condiciones de los mercados financieros globalizados en esta época de nuevas tecnologías de información por parte de los organismos de supervisión bancaria y financiera a nivel nacional e internacional. En especial, las causas del colapso están ligadas directamente con las fallas de los directivos de los bancos centrales, la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco de Inglaterra, que eran los responsables de mantener la estabilidad en los mercados más importantes para el sistema financiero global. A su vez, resulta manifiesta la incompetencia del Fondo Monetario Internacional, ya que durante muchos años sólo prestó atención a los problemas en los países en desarrollo sin tener en cuenta que la fragilidad mayor se estaba generando en los mercados del centro. Estas instituciones no redujeron los peligros en ciernes, ni evitaron los inmensos daños económicos y sociales que ha provocado la crisis financiera mundial, razón por la cual su desempeño debiera estar sujeto a detalladas auditorías e, incluso, a procesos jurídicos.

Es cierto que otros organismos como el Banco de Pagos Internacionales (BPI) (Bank for International Settlements/BIS) y los supervisores y reguladores financieros nacionales estaban trabajando en la introducción de nuevas normas cuyo fin era reducir los riesgos en los sistemas bancarios y demás ámbitos financieros. Los acuerdos de Basilea para regular a los bancos así como las políticas de supervisión bancaria en diferentes países de la Unión Europea indican que se habían logrado algunos avances.[244] Sin embargo, la magnitud del colapso de 2008 y, sobre todo, sus consecuencias eco-

nómicas y sociales —incluyendo las numerosas quiebras de empresas y bancos, el enorme aumento del desempleo mundial y las pérdidas colosales de riqueza— sugieren que la capacidad de diagnóstico de los males era deficiente.

Desde una óptica más bien macroeconómica, numerosos analistas se han preguntado: ¿Tiene esta crisis sus orígenes en los crecientes desequilibrios mundiales entre ahorro, inversión y consumo? Los interrogantes se centran en especial en los desequilibrios en las balanzas de comercio y de pagos de Estados Unidos. Es sabido que desde hace más de un decenio, las tasas de ahorro en Asia son muy altas y que proporcionan una cantidad enorme de fondos que alimentan a los mercados crediticios en Estados Unidos, lo cual acentúa las tendencias hacia un descomunal aumento del consumo y el endeudamiento de las familias en ese país. En su libro *Fixing Global Finance* (2008), Martin Wolf —durante muchos años editor asociado del *Financial Times*— insiste en que la solución consiste en que los asiáticos inviertan más en sus propios países y no en Estados Unidos.[245] Pero ¿resulta convincente echarles la culpa a los países asiáticos cuando la crisis se generó y estalló en los mercados de Nueva York y Londres?

Más allá de las causas del derrumbe financiero, en la actualidad los debates giran alrededor de la viabilidad de los enormes rescates puestos en marcha por las autoridades gubernamentales para responder a las quiebras bancarias y bursátiles y para aminorar la abrupta baja en la actividad económica global. ¿Puede evitarse un retorno a una situación similar a la Gran Depresión de los años 30? La evidencia sugiere que, pese a algunos paralelos, la actual crisis es muy diferente y las respuestas también lo son. Es más, aún no conocemos las ulteriores consecuencias del colapso contemporáneo ni

tampoco la magnitud de las reformas a la arquitectura financiera nacional e internacional que se propondrán en el futuro.

Este capítulo pretende ofrecer un panorama resumido de la crisis financiera y económica de 2008 y principios de 2009 así como algunas preguntas clave sobre sus causas y consecuencias. En los cinco apartados siguientes revisamos: a) los factores que explican el origen de la crisis; b) el estallido de la crisis; c) el contagio internacional y la secuencia de quiebras financieras; d) los rescates de mercados y bancos. Finalmente, se cierra con una consideración de los paralelos y, sobre todo, de los contrastes entre la crisis actual y la Gran Depresión de los años 30.

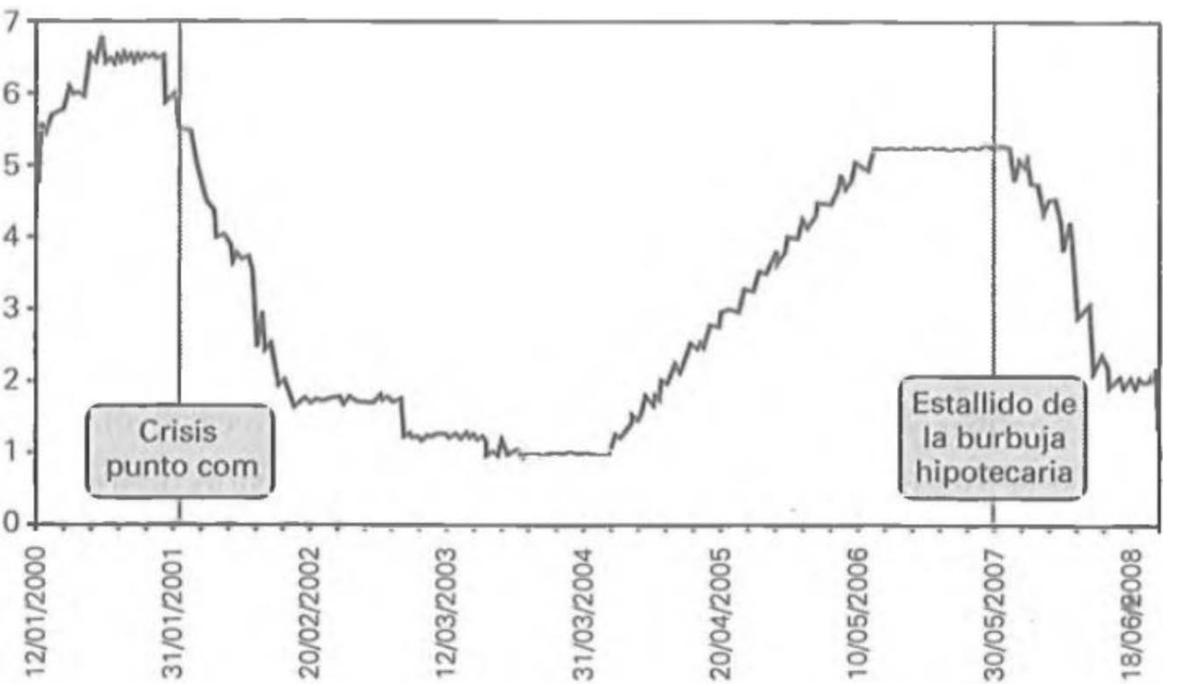
Orígenes de la crisis en Estados Unidos, 2001-2007

Para entender las causas de la crisis financiera ocurrida en Estados Unidos, hay que prestar especial atención a las enormes burbujas que se generaron en el interior de sus gigantescos mercados financieros y que al fin explotaron en septiembre de 2008. En particular deben tenerse presente tres elementos que contribuyeron a este desenlace: 1) la laxa política monetaria seguida por la Reserva Federal y la expansiva política fiscal instrumentada por el Departamento del Tesoro desde el año 2001; 2) los cambios legales que aceleraron la desregulación e innovación financiera y sus consecuencias prácticas; 3) la peculiar y peligrosa dinámica del mercado hipotecario, en particular la forma en que se generó una enorme expansión de los instrumentos de mayor riesgo conocidos como hipotecas *subprime*. Todos estos factores aumentaron la liquidez en los mercados financieros norteamericanos precisamente cuando estos se convirtieron en los receptores de grandes flujos de capitales de otros países.

Pero vayamos por partes. Comencemos entonces con la política aplicada por la Reserva Federal luego del hundimiento estrepitoso de las acciones de las empresas tecnológicas en Estados Unidos a partir de marzo de 2000, y que fue bautizado como la crisis *dot/com*. Poco después del desplome bursátil, el banco central expandió la emisión monetaria de manera dramática y radical para asegurar la recuperación de los mercados de capitales y de la economía estadounidense en su conjunto. Nunca antes se había aplicado una política tan expansiva. A partir de enero de 2001 el banco central redujo la tasa de interés que se encontraba en el 6,5% hasta llegar al 1,7% a mediados de 2002 y luego apenas al 1% en 2003 y 2004[246] (véase Gráfico 6.1.).

Gráfico 6.1.

Tasa de interés efectiva de los títulos de deuda federal de referencia de Estados Unidos, 2000-2008
(puntos porcentuales)



Fuente: Federal Reserve Board, "Historical Data", http:www.federalreserve.gov (consultado el 5 de octubre de 2009).

El resultado de estas políticas fue un incremento extraordinario de la oferta del crédito con consecuencias predecibles: "a partir de 2003, la economía de Estados Unidos comenzó un claro proceso de recuperación, expresado en un crecimiento de su PIB superior al 4% anual, una rentabilidad del capital de más del 7% en el mismo año y una productividad del trabajo que en 2002 y 2003 creció a una tasa promedio del 4,7%".[247] Pero curiosamente, y a pesar de la recuperación, las tasas de interés del sistema bancario siguieron su tendencia hacia la baja como resultado de la extrema laxitud de la Reserva Federal. El banco central favoreció un nuevo auge bursátil montado sobre la espalda de una serie de olas de especulación, como era la norma a lo largo del prolongado reinado de Alan Greenspan como gobernador de la Junta de gobierno de la Reserva Federal de Estados Unidos (1987-2006). El aumento de liquidez crediticia fomentó la capacidad de consumo de los estadounidenses, casi si cesar. La demanda por vivienda (primaria y secundaria) y los créditos fáciles impulsaron la industria de la construcción de casas, al tiempo que se generaba un incremento alucinante de nuevos instrumentos financieros en el mercado hipotecario. Estos factores espolearon una constelación de tremendas y peligrosas burbujas en el sector inmobiliario.

Al mismo tiempo, las políticas fiscales instrumentadas bajo la flamante administración de George W. Bush (2000-2004) alentaron aún más el consumo y la especulación. El gobierno combinó una reducción de impuestos a empresas y a ganancias sobre capital con un fuerte aumento en el gasto público, en particular el vinculado con la guerra de Irak. Entonces se disparó el déficit público, pero pudo cubrirse sin aumentar las contribuciones tributarias. ¿Cómo se logró esta hazaña? Aunque resulte una paradoja, la administración de Bush lo consiguió recurriendo al

endeudamiento externo. Desde 2001, el gobierno norteamericano pudo colocar una cantidad ingente de bonos y letras del Tesoro en los mercados financieros internacionales, justo en el momento en que estos se tornaron los instrumentos favoritos para la acumulación de reservas en varios países. La principal explicación de esta conducta radicaba, sobre todo, en las políticas de los gobiernos y bancos centrales de Asia Oriental, los cuales —después del impacto de las violentas crisis de 1997-1998— adoptaron medidas para aumentar sus reservas y asegurar su futura estabilidad monetaria y financiera. En consecuencia llenaron sus bancos centrales con dólares y títulos del gobierno estadounidense. El actor más agresivo fue China, nuevo gigante industrial, que con este fin utilizó una gran parte de su superávit comercial desde 2000 en adelante. Así, la liquidez ahorrada de forma preventiva por la periferia ayudó a financiar tanto el déficit público como el consumo de los estadounidenses quienes, en la práctica, dejaron de ahorrar y se endeudaron con el resto del mundo.

En este contexto, es importante comparar con cuidado las acciones y las palabras de los miembros más destacados de la gestión económica de la administración de Bush, ya que fueron corresponsables de la creación de las gigantescas burbujas que luego explotaron. Son en particular notorias las contradicciones del célebre economista John Taylor, quien actuó como subsecretario de asuntos internacionales en el Tesoro de Estados Unidos entre 2001 y 2005. En esos años, Taylor no criticó la ampliación del déficit fiscal con Bush sino que la promovió, aunque después del estallido de la crisis en 2008 llegó a afirmar que siempre fue un acérrimo defensor del equilibrio fiscal, por lo "peligroso" que resulta como disparador de la inflación en el corto y mediano plazo. Para curarse en salud, este economista neoliberal publicó un

librito a principios de 2009 en el que ataca a su viejo amigo Alan Greenspan, diciendo que en 2001 éste se equivocó de política al bajar las tasas de interés.[248] Sin embargo, es bien sabido que después del ataque terrorista del 11 de septiembre de 2001, el presidente Bush y los directivos del Departamento del Tesoro presionaron para que se flexibilizara al máximo la política monetaria.

La mayor paradoja de los años 2001 a 2007 fue que, a pesar de una fuerte baja en las tasas de interés en Estados Unidos, siguieron aumentando los flujos de capitales del exterior a los mercados bancarios y las bolsas estadounidenses. El dinero no sólo provino de China, Taiwán o Corea, sino también de Japón y de varios países exportadores de petróleo del Medio Oriente y de Rusia. Una porción importante consistía en fondos de los bancos centrales que compraron dólares y bonos del Tesoro, pero otra parte llegó en la forma de inversiones privadas o de los llamados "fondos soberanos" de todos los continentes. Estos ingentes volúmenes de dinero fueron canalizados por bancos globales y fondos de inversión a la bolsa de Nueva York, donde se experimentó un nuevo e impresionante auge que se extendió durante varios años.[249] En una palabra, las reservas internacionales se reciclaron y alimentaron las burbujas bursátil, inmobiliaria, hipotecaria y de derivados gestadas en Estados Unidos entre 2001 y 2006.

Estas tendencias generaron preocupación entre algunos estudiosos y periodistas financieros que habían sido firmes defensores de la desregulación de los mercados mundiales. Pero eran una minoría dentro del gremio académico. Por otra parte, debe reconocerse que existían voces más críticas que habían estado llamando la atención sobre los peligros del nuevo "*boom*" especulativo desde tiempo atrás, incluyendo una pléyade de economistas angloamericanos, latinoamericanos y franceses que publicaron estu-

dios sobre los riesgosos desequilibrios financieros que habían llevado a Estados Unidos a convertirse en el principal consumidor y deudor del mundo.[250] En Wall Street, sin embargo, nadie hacía caso a las voces de las Cassandras y la euforia seguía "viento en popa": para los banqueros no había motivo de preocupación, ya que la amplitud de los mercados de capitales permitía acomodar a casi todos aquellos interesados en comprar y vender cada vez más valores.

Otro factor que contribuyó a intensificar la especulación financiera fue el cúmulo de reformas legales que facilitó la acción de los más agresivos e imprudentes actores en los mercados financieros. Estas políticas se originaron en los años 90 durante la administración de Clinton, cuando el Departamento del Tesoro y la Reserva Federal alentaron de forma conjunta la liberalización financiera. Su cúspide llegó en 1999, momento en que el secretario del Tesoro, Robert Rubin, y su subsecretario, Lawrence Summers, impulsaron una legislación que tenía como objetivo suspender la vieja ley Glass-Steagall, que separaba las actividades entre bancos comerciales y bancos de inversión. Estas normas se habían establecido en 1933 —en plena Gran Depresión— con el fin de evitar que la banca comercial se viera expuesta a la volatilidad de las bolsas. A partir del año 2000, sin embargo, las nuevas reformas incentivaron a los bancos comerciales estadounidenses a multiplicar sus operaciones en una amplia gama de nuevas transacciones financieras, cada vez más sofisticadas y menos reguladas. Este proceso desembocó en la acumulación de enormes carteras de deuda dudosa, gran parte de la cual —recordemos— hoy está en proceso de ser rescatada por el gobierno de Estados Unidos tras las quiebras bancarias de 2008.

En aquella época, la desregulación financiera era una idea mágica. Esto ayuda a explicar por qué tanto la administración de Clinton como la de Bush dieron más margen de acción a los ban-

cos de inversión.[251] Estas firmas por lo general actúan como intermediarios financieros, emitiendo y comprando títulos en los mercados de valores, brindando asesoría a inversionistas y asesorando a sus clientes en los procesos de adquisiciones y fusiones. En 2004, la Securities and Exchange Commision (SEC), organismo autónomo del gobierno americano que se encarga de regular y supervisar a los mercados financieros, introdujo una reforma que autorizaba mayores márgenes de apalancamiento (la proporción de endeudamiento respecto al capital de los bancos de inversión). Además, alentó a los bancos a *autorregularse*, una medida alabada por Alan Greenspan. Antes de esta reforma, el límite de apalancamiento era de 12 a 1: es decir, los bancos de inversión podían endeudarse 12 veces el monto de su capital. La reforma de la SEC permitió a los bancos de inversión ampliar sustancialmente su apalancamiento, y con ello este organismo renunció a gran parte de su capacidad de supervisión y control sobre las firmas.[252]

La mayoría de los estudios económicos hacen énfasis en que la desregulación aceleró la innovación financiera a escala global, y que fue liderada por bancos y firmas de inversión norteamericanas acompañadas por bancos y fondos globales de otras regiones, en particular los más influyentes bancos europeos. Recordemos que los grandes bancos ingleses, franceses, alemanes, suizos y de otros países de la región operaban cada vez más activamente en los profundos y líquidos mercados de dinero de Londres y Nueva York, compitiendo con los estadounidenses. A su vez, los grandes bancos japoneses también tuvieron su participación, aunque de forma indirecta: aprovecharon las tasas de interés casi negativas vigentes entonces en Japón para ofrecer préstamos a gran cantidad de individuos y bancos que, por ejemplo, deseaban tomar dinero barato en Tokio e invertirlo en valores con rendimientos más altos en Nueva York.

Sin embargo, también debe tenerse en cuenta que la expansión de los mercados financieros no fue resultado sólo de la globalización sino que también tenía raíces domésticas. El crecimiento del sector financiero en Estados Unidos ha sido un fenómeno de largo plazo: en 1947 ese sector representaba apenas un 2,3% del PIB y el 2,7% del empleo en ese país, mientras que para 2005 alcanzaba el 7,7% y 7,6% respectivamente. Sin duda, los flujos externos de capitales contribuyeron a esta tendencia, pero aún más importante fue el aumento de la demanda doméstica de crédito por parte de las empresas medianas en Estados Unidos. Esto lo ha demostrado el economista Thomas Philippon en estudios detallados que describen en forma cuantitativa y analítica las causas internas de la expansión de los mercados financieros americanos.[253] En el caso del periodo de 1996 a 2006, este crecimiento estaba ligado en particular a la fortísima expansión de la industria de la construcción y el negocio hipotecario.

Finalmente, una de las características más singulares y riesgosas de la expansión en los mercados financieros en Estados Unidos fue que la innovación tecnológica propició el uso de un número cada vez más amplio de instrumentos de inversión, seguros e hipotecas basados en mecanismos de especulación que no podían ser supervisados o regulados de manera adecuada por el banco central ni por los demás organismos públicos encargados de estas funciones. Nos referimos a la creación y venta masiva de paquetes de títulos y derivados de compleja composición: las siglas de estos reflejan el hecho de que se trataba de una nueva generación de valores. Nos referimos, por ejemplo, a los vehículos financieros conocidos como CDO, ARM, ABS/CDO, AVM, ABX CMBS, REI, CDS, y SIV, que fueron creados durante los últimos dos decenios.[254] Conocer su funcionamiento requiere una gran *expertise* en el terreno banca-

rio y financiero y es claro que supera los conocimientos de los pequeños inversionistas, lo cual crea problemas de asimetría de información entre vendedores y compradores.[255] Esta clase de instrumentos —en general de alto riesgo— se difundió a escala global, pero no hay duda de que alcanzó su mayor popularidad en el sistema financiero estadounidense.

La increíble dinámica del mercado hipotecario y los peligrosos créditos *subprime*

Las tendencias expansivas de los mercados financieros estadounidenses tuvieron una serie de intensas consecuencias en los mercados inmobiliarios e hipotecarios. Desde 2001, el crédito barato estimuló el mayor auge en los mercados de viviendas en toda la historia de Estados Unidos. Esto era algo inusual ya que, por costumbre, cuando subía la bolsa se calmaba el mercado inmobiliario, y viceversa. Esta alternancia daba oxígeno y estabilidad a las inversiones, que solían transferirse de un sector a otro dependiendo de la rentabilidad. Pero esto no fue lo que ocurrió en 2001-2006 cuando los precios de las casas e inmuebles y las acciones de empresas subieron como la espuma de manera simultánea.

El principal peligro de esta tendencia consistió en que se generaron dos enormes burbujas paralelas: una hipotecaria y la otra bursátil. A mediados de la década del 90, el monto total de las hipotecas en Estados Unidos equivalía a cerca de 2.5 billones de dólares; en 2001 ya se aproximaba a los 5 billones, y para el año 2007 llegó a un saldo increíble de casi 10.4 billones dólares (en números, esta cifra es increíble: U$S 10.400.000.000.000).[256] Para entonces el valor de las casas superaba la inversión en acciones y bonos como

fuente principal de riqueza de las familias estadounidenses.[257] La maquinaria entrelazada formada por la industria de la construcción de viviendas, los bancos y las firmas financieras impulsó un crecimiento desmedido del sector inmobiliario e hipotecario.

La expansión del crédito alimentó la demanda de casas de manera formidable y empujó los precios hacia arriba. Cualquiera que deseaba comprar una vivienda podía considerar que era un excelente negocio, ya que las hipotecas eran baratas y el valor de los inmuebles subía sin cesar. Esto hizo que muchos compradores considerasen que las hipotecas no representaban un verdadero riesgo, en tanto confiaban en la posibilidad de que podrían revender la propiedad a un precio más alto del que habían pagado por ella.

Los agentes de bienes raíces se lanzaron al ruedo con agresivas campañas para vender inmuebles. Entre los clientes se contaban muchos especuladores que adquirían casas con hipotecas con el objetivo de revenderlas en el corto plazo y obtener jugosos réditos.[258] A su vez, se bajaron los requisitos y el respaldo requerido para obtener un crédito hipotecario. Las agencias otorgaron una cantidad creciente de préstamos de baja calificación y sumamente riesgosos conocidos como créditos *subprime* a compradores con bajos ingresos o con un historial crediticio nulo o desfavorable. Muchos bancos y agencias financieras hicieron lo posible por atraer a clientes de este tipo aunque era evidente que existía una alta posibilidad de que no pudiesen pagar sus deudas.

Las agencias de evaluación de riesgos, como la Standard Poor's y Moody's, desestimaron los peligros y contribuyeron a la ola de especulación. Sorprende entonces que, en medio de la euforia, el director de la Junta de la Reserva Federal, Alan Greenspan, añadiera leña al fuego en abril de 2005 al anunciar en un discurso: "La innovación ha traído una multitud de nuevos productos (financieros) como los prés-

tamos *subprime* y los créditos especiales para inmigrantes. Estos desarrollos son representativos de las respuestas de mercado que han impulsado a la industria de servicios financieros en este país a lo largo de su historia..."[259] Agregó que estaba muy impresionado por el hecho de que los créditos *subprime* hubieran llegado a representar más del 10% del total de los créditos hipotecarios.

Como es lógico, todo esto provocó un mayor auge en la construcción de casas nuevas, mayores ventas de inmuebles y un aumento (temporal) de la riqueza del promedio de las familias en Estados Unidos. El economista Joseph Stiglitz señaló que era inevitable la aparición de peligrosas burbujas: "Históricamente, toda crisis financiera ha estado asociada con la expansión demasiado rápida de determinado tipo de activos, desde tulipanes hasta hipotecas".[260]

La subida de los precios de activos inmobiliarios en Estados Unidos atrajo a los grandes bancos de inversión de Wall Street y a diversos grupos financieros de Europa. Muchos de ellos comenzaron a invertir en este tipo de valores mediante fondos de cobertura (*hedge funds*), pese a que existían abundantes advertencias de que se trataba de un sector de alto riesgo. Los mayores bancos comerciales de Estados Unidos participaron de manera directa en el negocio de las hipotecas. En los primeros lugares estaban: Bank of America, J.P. Morgan Chase, Citigroup, Wells Fargo, Washington Mutual y Wachovia. Pero también fueron acompañados por las más importantes firmas hipotecarias públicas como Fanny Mae y Freddie Mac y empresas privadas colosales como Countrywide Financial; esta última promovió por sí sola la colocación de la increíble cantidad de más de 1 millón de hipotecas por un valor superior a los 220 mil millones de dólares sólo en 2005.[261]

Para los bancos, la inversión en hipotecas se hizo muy atractiva porque la nueva ingeniería financiera prometía nuevos instru-

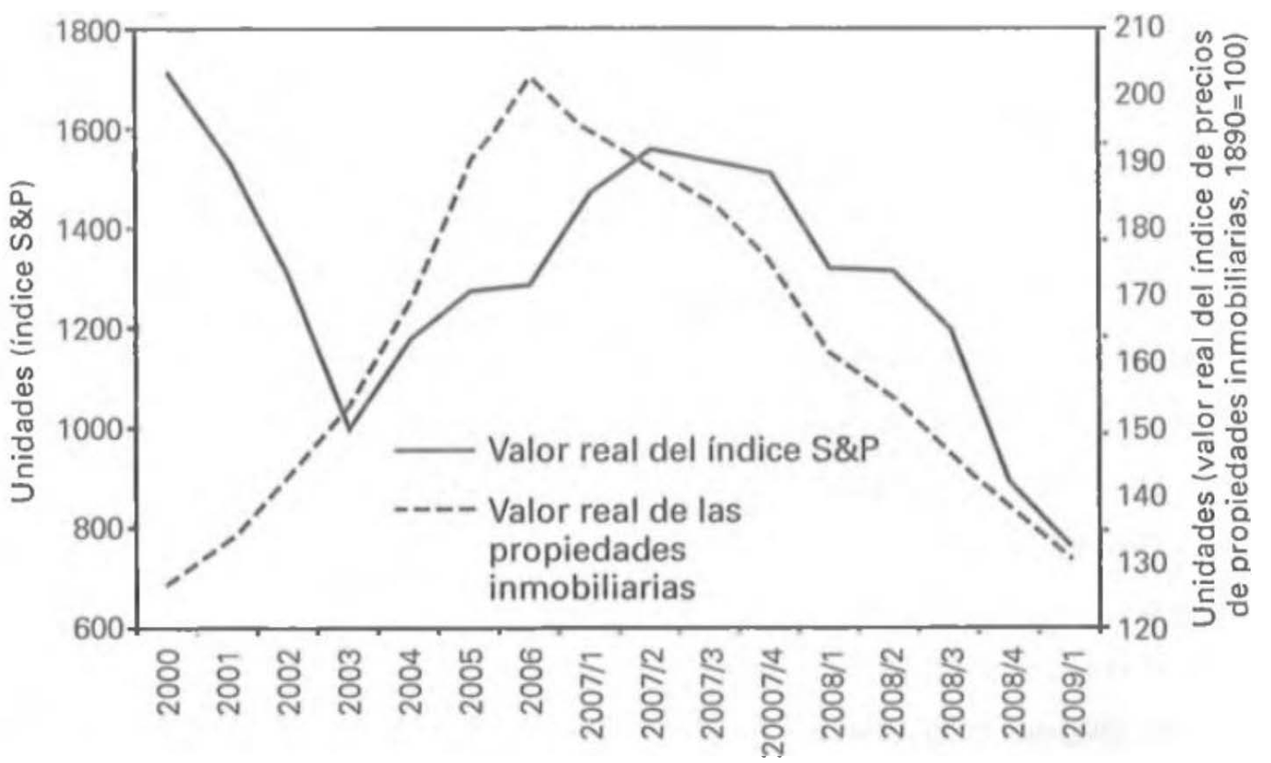
mentos para la diversificación del riesgo. A fin de reducir el peso contable de las hipotecas en sus carteras, los bancos comerciales y de inversión desarrollaron nuevos mecanismos que transformaban estos créditos en valores comercializables. En los mercados financieros norteamericanos esto era conocido como "titularización" (*securitization*). El procedimiento consistía en juntar las hipotecas individuales en paquetes que luego se revendían a inversores en diversos mercados. Estos nuevos valores podían atraer a compradores que buscaban seguridad, ya que los papeles hipotecarios solían recibir una alta calificación de las agencias de evaluación de crédito. Pero también resultaban atractivos para los inversionistas interesados en tomar posiciones más riesgosas (en particular los fondos de cobertura), ya que los bancos concibieron la idea de dividir sus paquetes de hipotecas en partes, con diferente grado de seguridad y de rendimiento. Así, los paquetes, de valores (*tranches*) más seguros pagaban dividendos bajos, mientras que los más riesgosos llegaban a brindar rendimientos por encima del 10% en intereses anuales. Es decir, en Estados Unidos se generó con mucha rapidez un mercado financiero extraordinariamente diverso, complejo y opaco que giraba alrededor de millones de hipotecas y de todos los instrumentos de especulación que las sostenían.[262]

La burbuja inmobiliaria alcanzó su cénit en 2006, pero ya desde el primer trimestre de 2007 el valor real de las propiedades comenzó a caer (véase Gráfico 6.2.). Uno de los factores que contribuyó a aumentar los riesgos fue el hecho de que un número creciente de hipotecas se otorgaba bajo la modalidad de tasas ajustables: ésta se conoce en Estados Unidos con el término de Adjustable-Rate Mortgages (ARM's). Los préstamos de este tipo se incrementaron en 2006 pero, además, a partir de 2007 las tasas se ajustaron a la alza. Hay que recordar que muchas hipotecas fueron colocadas entre

sectores sociales de bajos ingresos y escaso historial crediticio, que compraron sus casas con la promesa de que la amortización del préstamo no comenzaría hasta pasado un cierto tiempo. Sin embargo, cuando el aumento de las tasas coincidió con la fecha de inicio de la devolución de los préstamos, la presión sobre los deudores se intensificaba. No es de sorprender que muchas personas de ingresos medios y bajos comenzaran a suspender los pagos de las cuotas de sus hipotecas a partir del año 2006, como lo demuestran las estadísticas del mercado inmobiliario.

Gráfico 6.2.

Comportamiento real de la bolsa de valores de Nueva York y del mercado inmobiliario de Estados Unidos, 2000-2009/1



Fuente: Robert J. Shiller, "Historical housing market data", *Irrational Exuberance*. Princeton: Princeton University Press, 2005 y "Long term stock, bond, interest rate and consumption data since 1871", *Market Volatility*, Cambridge, MA: MIT Press, 1989, http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm (consultado el 1 de octubre de 2009).

El esquema de crédito en el periodo del auge inmobiliario estaba anclado en la creencia de que los precios de las casas seguirían a la alza. De acuerdo con el economista Robert Shiller, gran especialista en mercados inmobiliarios, la compra masiva de viviendas (primarias y secundarias) reflejaba un fenómeno de "contagio social", situación en la cual los individuos operan como una manada, seguros de que la mayoría no puede equivocarse.[263] Es frecuente que en una situación de auge económico, los compradores se vuelvan ciegos ante la evidencia de una burbuja; en cambio, cuando ésta estalla, todos corren a vender y cae la demanda al igual que los precios de los activos. La consecuencia, en el caso de Estados Unidos entre 2006 y 2008, fue la suspensión de pagos de centenares de miles de hipotecas y el derrumbe de gran cantidad de fondos bancarios o bursátiles que se basaban en estos valores, lo que provocó una situación de bancarrota generalizada.

Las señales de una tormenta inminente: 2006-2008

La economía estadounidense había comenzado a sufrir problemas en diversos sectores desde principios del año 2006, pero la mayoría de los analistas no hicieron hincapié en los peligros. Fue en particular preocupante la contracción del sector inmobiliario desde principios del cuarto trimestre de 2006, así como las cifras respecto al crecimiento económico trimestral proyectadas para ese mismo año, ya que presentaban signos recesivos. Las tendencias negativas se intensificaron luego, como lo demostró el hecho de que para octubre de 2006 la construcción de casas estuvo un 27% por debajo de la cifra promedio del año anterior.[264]

Aun así, muchos analistas afirmaron que no existía peligro de

hundimiento. Entre ellos se contaban algunos individuos influyentes que se habían visto altamente beneficiados con la burbuja hipotecaria. Por ejemplo, David Lereah, economista en jefe de la Asociación Nacional de Agentes de Bienes Raíces de Estados Unidos, publicó un libro en marzo de 2006 con el propósito explícito de argumentar que no habría más caídas en el mercado de viviendas. Más tarde, otros supuestos expertos reforzaron la idea de que no se produciría una crisis en el sector porque la construcción de casas seguía creciendo. Sin embargo, pronto aparecieron señales claras de un posible descalabro. Uno de los primeros en percatarse de su importancia fue el economista Nouriel Roubini, quien en agosto de 2006 puso el dedo en la llaga en diversos artículos publicados en la prensa financiera en los que confirmaba que se estaba produciendo una fortísima caída en la industria de viviendas y que era previsible una recesión profunda y destructiva.[265]

En un artículo publicado el 5 de septiembre de 2006, un editorialista del *New York Times* entró a la lid y anunció el fin del auge inmobiliario. El 4 de octubre de 2006, el gobernador de la Reserva Federal, Ben Bernanke, declaró a la agencia de información financiera, Bloomberg, que la caída en el sector de la construcción de casas estaba comenzando a afectar a la economía en su conjunto. Para noviembre de 2006, los informes de desempeño de los fondos de alto riesgo reportaron pérdidas considerables. Los analistas de la prensa financiera subrayaron, en particular, el mal desempeño de dos fondos de cobertura (*hedge funds*) que pertenecían al legendario banco de inversión, Bear Stearns, de Nueva York.

A pesar de los claros indicios de que se estaban acumulando problemas, en una comparecencia ante el Congreso, en febrero de 2007, Ben Bernanke rechazó la posibilidad de una recesión en la Unión Americana.[266] En concordancia, el 12 de marzo el perió-

dico *Wall Street Journal* sostuvo que la debilidad del mercado hipotecario y de los créditos *subprime* no haría temblar al conjunto de la economía: argumentaba que, si bien los índices de capacidad de adquisición de vivienda nueva se habían contraído, aún no llegaban a los niveles mínimos históricos. Pero los hechos fueron contradiciendo las declaraciones de Bernanke y de la prensa financiera. En abril, el precio de las casas cayó más del 10%. En mayo, dos grandes agencias hipotecarias revelaron al público algunos de sus problemas: D.R. Horton Financial anunció grandes pérdidas y New Century Financial Corporation pidió una cobertura antes de ir a la bancarrota. Para junio, el banco Bear Stearns anunció que necesitaba usar las ganancias acumuladas para realizar un rescate de más de 3 mil millones de dólares a fin de resguardar gruesas pérdidas en uno de sus fondos de cobertura. A finales de julio, la misma firma anunció que no permitiría que sus clientes retirasen dinero de otro de los fondos de inversión en problemas.

En Europa también comenzaban las quiebras de fondos especulativos: apenas una semana después de la quiebra del fondo Bear Stearns, se desplomó el fondo denominado Caliber Global Investment Ltd., que pertenecía a un banco de inversión en Londres.[267]

La mayoría de los funcionarios de la administración Bush no quiso reconocer la gravedad de la crisis por lo menos hasta el segundo semestre de 2007. A mediados del mes de agosto, el secretario del Tesoro, Henry Paulson, seguía insistiendo en que los problemas del mercado hipotecario estaban bajo control. No obstante, en el mismo mes, y pese a las inyecciones de liquidez por parte de los principales bancos centrales, hubo caídas simultáneas de las bolsas de valores en Europa y Estados Unidos.

El 20 de septiembre de 2007, Bernanke al fin declaró: "La cri-

sis del mercado *subprime* ha excedido los cálculos más pesimistas". Al parecer sus palabras fueron espoleadas por la quiebra de dos de los fondos de inversión más importantes de la firma Bear Stearns. También influyó la noticia de la corrida masiva contra el banco británico Northern Rock, que estuvo a punto de quebrar por sus especulaciones en hipotecas norteamericanas y tuvo que ser salvado por el gobierno con un préstamo gigante de 25 mil millones de libras esterlinas. Durante octubre continuó el desfile de anuncios respecto de pérdidas de millones de dólares en inversiones *subprime*: el poderoso banco suizo, UBS, anunció una depreciación en sus activos por 3.400 millones de dólares y recortó 1.500 puestos de trabajo. Mientras tanto, Merrill Lynch, el mayor banco de inversión de Wall Street, declaró que sus pérdidas equivalían a 5.500 millones de dólares en inversiones *subprime*: hacia fin del mes de octubre de 2007, el director de la firma renunció cuando se reveló que la famosa empresa de inversiones cargaba con deudas incobrables que alcanzaban casi 8 mil millones de dólares. Durante esta serie preliminar de quiebras financieras, la Reserva Federal intervino en el mercado monetario con el objetivo de evitar el pánico y ofreció descontar papel de los bancos para inyectar liquidez. En octubre de 2007, el banco central adoptó una disminución de la tasa de interés del 4,75 al 4,5%, y después al 4,25% para incrementar la disponibilidad de crédito en los mercados.

Es factible argumentar que, desde el primer trimestre del año 2008, se entró en una nueva y más profunda etapa de la crisis. Hasta entonces, la mayor parte de las instituciones financieras habían logrado solventar sus problemas al obtener diversas fuentes de financiamiento (incluyendo apoyos de la Reserva Federal), lo que les permitió cubrir parte de sus pérdidas en hipotecas de alto riesgo. Sin embargo, el viernes 14 de marzo de 2008, Bear

Stearns —que llevaba 85 años operando y que había sobrevivido a la crisis de 1929 sin sobresaltos— se declaró en estado de virtual bancarrota: sus acciones se desplomaron un 90% en menos de una semana. Para evitar su colapso total, el poderoso banco de J.P. Morgan Chase entró al ruedo y compró sus acciones a precio de remate: dos dólares por acción, aunque poco después decidió elevar el precio a diez dólares para evitarles pérdidas mayúsculas a sus dueños, antiguos colegas en Wall Street. Esta operación contó con el firme apoyo de la Reserva Federal, que se comprometió con los compradores a garantizar liquidez sobre un máximo de 30 mil millones de dólares de los activos tóxicos de Bear Stearns.

En el mismo mes, otros dos poderosos bancos de inversión de Wall Street, Goldman Sachs y Lehman Brothers, anunciaron bajas abruptas en sus ganancias anuales, con una caída promedio del 50%. El 17 de marzo de 2008, el nuevo director del Fondo Monetario Internacional, Dominique Strauss-Kahn, declaró: "El riesgo de contagio por la crisis financiera en Estados Unidos ahora es muy alto" pero, a continuación, elogió las medidas tomadas por la Reserva Federal para rescatar a los bancos en problemas.[268]

CUADRO 6.1.

Antecedentes y estallido de la crisis financiera mundial, 2007-2008

2007
Marzo - Septiembre
▪ HSBC anuncia una elevación en los índices de morosidad de los mercados hipotecarios estadounidenses. Bear Stearns y BNP Paribas muestran dificultades para operar sus fondos de cobertura ▪ La Federal Reserve rebaja sus tasas de interés e inyecta 12 mil millones de dólares al mercado. Otros bancos centrales hacen lo mismo. ▪ Se da a conocer que julio fue el peor mes en la venta de inmuebles en Estados Unidos desde 1991.
Octubre - Diciembre
▪ Las entidades financieras Citigroup, Merrill Lynch, Bank of America, Bear Stearns, Barclays y Freddie Mac anuncian que tienen dificultades financieras, ya sea por la reducción en sus ganancias o bien por pérdidas. La Federal Reserve continúa disminuyendo las tasas de interés y adopta, como otros bancos centrales, medidas para proveer liquidez a los mercados.

2008

Enero - Abril

- El Presidente George W. Bush presenta un plan de estímulo económico que incluye ayuda a las agencias hipotecarias Freddie Mac y Fannie Mae, así como la devolución de impuestos a personas físicas e incentivos fiscales a personas morales.
- El 14 de marzo, el banco de inversión Bear Stearns colapsa y es adquirido por el conglomerado J.P. Morgan a un precio de 2 dólares por acción.
- La Federal Reserve continúa rebajando sus tasas de interés de manera agresiva e implementa distintos programas para aumentar la liquidez en el mercado. Otros bancos centrales en el mundo adoptan medidas similares.
- Se anuncia que 2007 fue el peor año en la venta de inmuebles desde 1982.

Mayo - Agosto

- AIG, Lehman Brothers, Wachovia, RBS, UBS, Freddie Mac y Fannie Mae reportan pérdidas en sus estados de resultados trimestrales.
- La Federal Reserve sigue bajando las tasas de interés. La Fed implementa medidas conjuntas con el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y el Banco Nacional de Suiza.
- El 3 de julio el precio del barril de petróleo alcanza un máximo histórico de 145 dólares.
- El 30 de julio el presidente George W. Bush firma el Plan de Recuperación Económica, por el cual se implementa un eventual rescate de Fannie Mae y Freddie Mac. El plan también garantiza 300 mil millones de dólares para el refinanciamiento de hipotecas

Septiembre - Diciembre

- El 7 de septiembre, Fannie Mae y Freddie Mac son puestas bajo el control y la supervisión directa del gobierno estadounidense, debido a sus enormes pérdidas.
- El 15 de septiembre, el banco de inversión Lehman Brothers se declara en bancarrota. Previamente el gobierno estadounidense se negó a rescatar a la entidad. La misma semana, el Bank of America adquiere el banco de inversión Merril Lynch.
- El precio del barril de petróleo se hunde por debajo de los 100 dólares
- El 16 de septiembre, la Federal Reserve rescata a AIG con 85 mil millones de dólares. Se acentúa la tendencia a la baja en las bolsas de valores de todo el mundo: el pánico se generaliza en los mercados financieros y el crédito comienza a escasear.
- El 19 de septiembre, y ante la crisis financiera, el precio del oro aumenta un 14%, y el de la plata un 20%.
- La Fed inyecta 50 mil millones de dólares a los mercados financieros. El Banco Central Europeo inyecta 30 mil millones de euros.
- En Europa diversos gobiernos proceden a rescatar o nacionalizar sus bancos. Se destacan el Bradford en Inglaterra, el Glitnir en Islandia, el Fortis y Dexia en Bélgica/Holanda/Luxemburgo, el UBS en Suiza e el ING en Holanda.
- El 30 de septiembre, el Congreso de Estados Unidos rechaza la primera propuesta para un plan de rescate financiero general. El índice Dow Jones responde con la peor caída en su historia.
- La Fed y otros bancos centrales europeos retoman una serie de recortes periódicos de sus tasas de interés.
- El 3 de octubre, Bush firma la Ley de Emergencia para la Estabilización Económica, con la que el gobierno pretende comprar hasta 700 mil millones de dólares en activos tóxicos.
- El 17 de octubre se reúnen los líderes de la Unión Europea en Bruselas, planean un fondo de 2.7 billones de euros para evitar la bancarrota de sus bancos.
- La recesión disminuye la demanda mundial de petróleo: el precio del barril de crudo cierra por debajo de los 60 dólares, su nivel más bajo en veinte meses.
- El 14 de noviembre se reúne el G-20 en Washington. Los participantes se comprometen a renovar el sistema financiero mundial y a evitar prácticas proteccionistas.
- El 24 de noviembre el gobierno de Estados Unidos accede a rescatar al gigante financiero Citigroup.
- Las tasas de desempleo de Estados Unidos y de Europa se elevan. Varios países aceptan que están en franca recesión.
- El 19 de diciembre el Departamento del Tesoro anuncia un plan para ayudar a la industria automotriz estadounidense.
- El 21 de diciembre el precio del barril de petróleo se cotiza en menos de 35 dólares, la cifra más baja desde 2004.
- La Federal Reserve sitúa a la tasa de interés objetivo en un rango de entre el 0 y el 0,25%, viéndose imposibilitada a rebajarla aún más.

Ante la cadena cada vez más larga de descalabros financieros, la Oficina Federal de Investigaciones (FBI) inició una inspección

sobre los malos manejos de fondos por parte de empresas hipotecarias desde enero de 2008. Para junio de ese año, más de 400 personas —en especial corredores de bolsa y promotores inmobiliarios— fueron acusadas formalmente de estar involucrados en fraudes hipotecarios que superaban los mil millones de dólares. A su vez, dos miembros de Bear Stearns enfrentaron acusaciones y cargos por el colapso de dos fondos de inversiones *subprime* que manejaban y que quebraron. La acusación consistía en que los banqueros conocían los problemas de los fondos pero no informaron a los inversionistas, lo que les provocó pérdidas cercanas a los 1.400 millones de dólares.

Al iniciarse el segundo semestre del año 2008, ya existía la certeza en los mercados financieros de que habría más quiebras y de que se presentarían más casos de bancos con mal desempeño financiero. Pero nadie se imaginaba lo que en realidad podría ocurrir. El 13 de julio, el segundo banco hipotecario más importante de Estados Unidos, el IndyMac, fue intervenido por el gobierno. Dos días más tarde, ante el temor de que las dos grandes hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac pudieran hundirse, el gobierno les ofreció un apoyo sustancial. El miedo era mayúsculo porque estas dos firmas públicas poseían más de la mitad de las deudas hipotecarias de la Unión Americana. Sin embargo, la ayuda no fue suficiente y, el 7 de septiembre de 2008, fueron intervenidas tanto la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) como la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac). Ese día se aprobó su rescate: el gobierno se comprometía a adquirir 100 mil millones de dólares en acciones de cada empresa, es decir, una inyección total de 200 mil millones de dólares, con cargo al contribuyente.[269]

La intensificación del descalabro financiero se produjo en medio de una situación de creciente inestabilidad política y económica. Por una parte, la contienda electoral en Estados Unidos estaba en un punto álgido. Mientras más se acercaba la posibilidad de una crisis generalizada, más credibilidad perdían tanto la administración Bush como el candidato republicano, John McCain. Por su parte, el candidato demócrata, Barack Obama, procuraba ganar votos con propuestas económicas de promoción del gasto público y una revisión a la regulación financiera. Al mismo tiempo, se desató una increíble especulación con los precios del petróleo crudo que subieron desde 70-80 dólares el barril en la segunda mitad de 2007 a más de 150 dólares a mediados de 2008. Dada la importancia del consumo de gasolina en los presupuestos de la mayoría de los ciudadanos estadounidenses, esta situación también influía en los votantes, reforzando la percepción de que las cosas iban realmente muy mal.

Las semanas negras de septiembre de 2008

Para la mayoría de los analistas, la fecha fatídica que marcó un punto de no retorno fue el 14 de septiembre, cuando Lehman Brothers se enfrentó con su inminente bancarrota. Pese a los intentos de compra por dos de los bancos comerciales más grandes de Estados Unidos (el Bank of America) y de Gran Bretaña (el Barclays PLC), la firma neoyorquina ya se encontraba en una situación crítica. A primera hora del lunes 15 de septiembre, y a falta de respaldo gubernamental, Lehman Brothers se declaró formalmente en quiebra, lo que desató una reacción en cadena en todos los mercados financieros del mundo.

Unas semanas antes del colapso de Lehman, los tres hombres más influyentes del sector financiero oficial de Estados Unidos se habían reunido para discutir la suerte de esta prestigiosa firma. Ben Bernanke, director de la Reserva Federal, Henry Paulson, secretario del Tesoro, y Timothy Geithner, director del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, analizaron la posibilidad de rescatar Lehman tal como se hizo con Fannie Mae y Freddie Mac. Sin embargo, concluyeron que no querían incentivar el *riesgo moral*, es decir, el peligro de que Lehman mintiera y tomara riesgos innecesarios al saber que podría ser rescatado. Además, temían que incluso la noticia de un posible rescate pudiera convertirse en un incentivo perverso para que otras instituciones financieras actuaran de manera imprudente y confiaran en la intervención gubernamental como red de seguridad.

Lo cierto es que el colapso de Lehman Brothers repercutió en el mundo. Millares de firmas poseían papeles de deuda que manejaba esta intermediaria, por lo que pudo comprobarse que era una pieza clave en todos los mercados bancarios y financieros. Luego se argumentó que con su quiebra desparecieron casi 690 mil millones de dólares del sistema financiero mundial. Un ejemplo de los grandes inversores que perdieron fue el Fondo de Pensiones del gobierno de Noruega, que había invertido una parte de los excedentes fiscales que provenían del petróleo a través de Lehman Brothers: el fondo noruego reportó a finales de 2008 que más de 800 millones de dólares invertidos en bonos y acciones que gestionaba Lehman se habían evaporado con su bancarrota. A su vez, la quiebra de este banco provocó corridas contra aquellos instrumentos financieros que se conocen como "seguros contra cesación de pagos" (en terminología bancaria la

sigla en inglés es CDO'S), y como consecuencia, los precios de estos instrumentos se desplomaron, lo que provocó enormes pérdidas a una multitud de bancos, fondos de cobertura y aseguradoras.

Las consecuencias de la caída del cuarto banco de inversión más importante de Wall Street fueron mucho mayores de lo que habían imaginado las autoridades financieras en Washington. El mensaje que se transmitió a los mercados fue el de que nadie sabía qué firmas serían capaces de pagar sus deudas, lo que desató el pánico en financieras e inversionistas en todo el mundo.

Esta gran quiebra también aceleró la caída de la aseguradora más grande de Estados Unidos, el American International Group (AIG). AIG estaba altamente expuesta porque había invertido cientos de miles de millones de dólares en títulos de hipotecas a la vez que había asegurado ingentes sumas contra la cesación de pagos y la caída de valor en las hipotecas. Muchos de estos instrumentos resultaron tóxicos. Sin embargo, en este caso, la Reserva Federal actuó con rapidez y el 17 de septiembre rescató a AIG a través de un préstamo gigante de 85 mil millones de dólares, lo que le permitió controlar el 80% de sus acciones. De esta manera, el gobierno se convertía en el dueño efectivo y asegurador de sus cuantiosos activos.

A partir de las quiebras de Lehman Brothers y de AIG, quedó claro que el problema había pasado de ser una crisis de liquidez (caracterizada por la falta de crédito de corto plazo) a una crisis de insolvencia, en la que las agencias financieras no pueden hacer frente al pago de sus obligaciones y existe la amenaza de múltiples bancarrotas. El mismo 18 de septiembre, seis de los principales bancos centrales del mundo anunciaron la adopción de "medidas coordinadas" para hacer frente a la

falta de liquidez en los mercados financieros: la Reserva Federal, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón, el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra y el Banco Nacional de Suiza informaron que se comprometían a inyectar fondos por un valor de 180 mil millones de dólares en los mercados bancarios.

El 19 de septiembre, después de tres "lunes negros" seguidos en los que la bolsa de Nueva York cayó estrepitosamente, el Departamento del Tesoro lanzó la iniciativa de la Ley de Estabilización Económica de Emergencia, conocida como el Plan Paulson, que implicó el uso de una gran cantidad de recursos fiscales del gobierno. Hasta ese momento, los rescates habían consistido en intervenciones de la Reserva Federal, que ofrecía respaldos para determinadas instituciones financieras en bancarrota. Pero el nuevo plan era diferente porque implicaba utilizar dinero de los contribuyentes a fin de enfrentar el colapso financiero (véase Gráfico 6.3.).

Una parte del rescate se destinaba a comprar deuda riesgosa o tóxica con la finalidad de restaurar la estabilidad: esta vertiente de la ley fue conocida como el Troubled Asset Relief Program (TARP). El plan establecía que, de los 700 mil millones de dólares, una tercera parte se pondría a disposición inmediata del secretario del Tesoro para salvar a los bancos que estaban en peligro de hundirse; otros 100 mil millones de dólares podían ser utilizados por el presidente a discreción; y los restantes 350 mil millones de dólares podría solicitarlos el Tesoro, siempre que contara con la debida aprobación del Congreso respecto del uso que se daría a esos fondos.

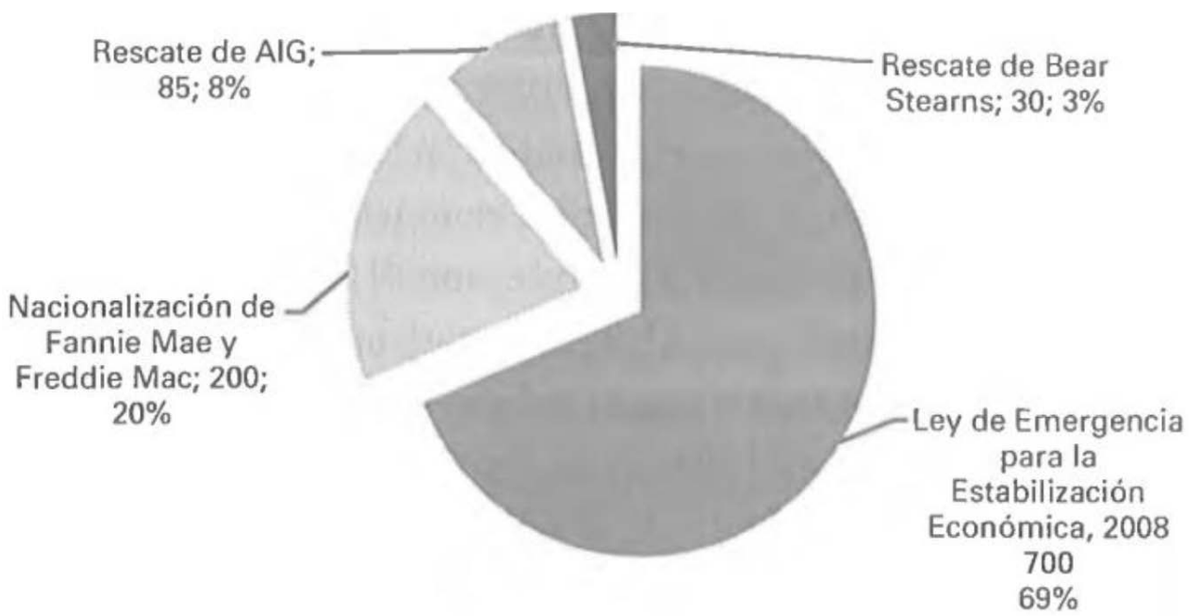
Este plan de emergencia fue sometido a revisión por el Congreso y el Senado de Estados Unidos. El secretario del

Tesoro llegó incluso a declarar: "Si el plan no se aprueba, que el cielo nos asista".[270] No obstante, varios congresistas expresaron cierto escepticismo respecto del Plan Paulson y hubo planteos alternativos. El más citado fue el del senador demócrata Christopher Dodd, quien presidía la Comisión Bancaria del Senado. Los candidatos presidenciales también participaron de las discusiones legislativas en Washington. El republicano John McCain suspendió su campaña para centrarse en la crisis financiera y propuso posponer el debate con el demócrata Barack Obama programado para el 26 de septiembre. Sin embargo, Obama insistió en seguir con el debate, y ese día ambos candidatos coincidieron en expresar su apoyo al Congreso para que se aprobara un plan destinado a salvar la economía y el sector financiero del país.

No es extraño que el plan de rescate haya sufrido modificaciones respecto de la iniciativa original. El primer borrador fue rechazado en el Congreso el 29 de septiembre: 205 votos a favor y 228 en contra. Esto afectó severamente el desempeño de las bolsas de valores del mundo: el índice Dow Jones cayó un 7% ese día. Luego de intensas negociaciones, el 1 de octubre se aprobó el plan y dos días después el presidente George Bush promulgó la ley. Apenas un mes más tarde, luego de una elección histórica, el 4 de noviembre ganó el demócrata Barack Obama y se convirtió en el primer presidente de Estados Unidos de raza negra en la historia de ese país. Era claro que su misión más urgente al ocupar la Casa Blanca en enero de 2009 consistiría en enfrentar la enorme crisis financiera y económica que sacudía a la nación y al mundo.

Gráfico 6.3.

Rescate a instituciones financieras y Ley de Emergencia para la Estabilización Económica en Estados Unidos, 2008
(miles de millones de dólares)



Nota: Los porcentajes están calculados sobre un total de 1.015 millones de dólares.
Fuentes: One Hundred Tenth Congress of the United States of America, *Emergency Economic Stabilization Act 2008*, Washington D. C., 3 de octubre de 2008; *The Wall Street Journal*, "Marketwatch", varias fechas; Council of Economic Advisers and Office of the Vicepresident Elect, *The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan*, enero 10 de 2009; y *The Economist*, "Big Government Fights Back", enero 29 de 2009.

Al mismo tiempo que en Washington se debatían las medidas de rescate, en Nueva York tuvieron lugar notables cambios entre los gigantes de la banca. El 22 de septiembre de 2008 dos de los mayores bancos de inversión, el Goldman Sachs y el Morgan Stanley, se convirtieron en *holdings* bancarios a fin de sacarse de encima las regulaciones que seguramente los condenarían a desaparecer y para conseguir con mayor facilidad el respaldo financiero del gobierno estadounidense. Por su parte, Merrill Lynch se fusionó con el Bank of America. De esta manera, comenzaba un profundo proceso de reestructuración del sistema bancario. De hecho, con la desapari-

ción de los otrora todopoderosos bancos de inversión concluyó una era de la historia financiera en Estados Unidos.[271]

En una entrevista con el prestigioso Council on Foreign Relations celebrada el 5 de octubre de 2008, el economista Nouriel Roubini sostuvo que las medidas de reorganización de los bancos de inversión eran necesarias para salvar al sistema bancario del colapso total, y aseguró que detrás de estas operaciones estaba la Reserva Federal, la cual ofrecía enormes garantías que aseguraban la solvencia de estas firmas. De hecho, el banco central ejerció —y actualmente ejerce— un papel mucho más importante que el Tesoro en el rescate de los mercados financieros de Estados Unidos.

Debe tenerse en cuenta la magnitud de los cambios. En primer lugar, una parte importante del sector financiero fue virtualmente nacionalizada, incluyendo a Fannie Mae y Freddie Mac, y la división hipotecaria de AIG, que manejaban activos por un total cercano a los 2.8 billones de dólares, todo esto con el respaldo de la Reserva Federal. En segundo lugar, se trasladaron los recursos de la mayor parte de los grandes bancos de inversión (que sobrevivieron en septiembre) a nuevas compañías bancarias y a dos grandes bancos comerciales, por un total de 2.7 billones dólares (recordemos que la cifra es 2.7 millones de millones).

Por otra parte, hay que tener en cuenta la larga secuencia de rescates de los propios bancos comerciales. Uno de los más afectados por la crisis fue el Citicorp (el mayor banco de Estados Unidos), que recibió sus primeras inyecciones multimillonarias de fondos federales superiores a los 300 mil millones de dólares a principios de 2009. Este tipo de rescate fue acompañado por acciones muy agresivas de la Reserva Federal para impedir el colapso total del crédito en los mercados y la paralización de la economía. Para el 16 de diciembre, la Reserva Federal había fija-

do su meta de tasa de interés en un rango entre 0 y 0,25%. Eran las tasas más bajas registradas en la historia.

A partir de la llegada a la presidencia de Barack Obama en enero de 2009 se han continuado las dos grandes líneas de acción iniciadas en meses anteriores: rescates a instituciones financieras y planes de estímulo a la economía. Es evidente que la mayor parte de los recursos se han destinado al rescate de los bancos de inversión y de los bancos hipotecarios, mientras que fue mucho menos cuantioso el segundo grupo de intervenciones destinadas a apuntalar algunas empresas automotrices y ciertos sectores clave de la economía. A principios de 2009, se presentó un cálculo del monto total de los rescates financieros así como de estímulos a la economía: se estimaba que la cifra podría alcanzar los 6.61 billones de dólares. Estos números abarcaban tanto los rescates financieros que manejaba la Reserva Federal y los autorizados por la Ley de Emergencia de Estabilización, aprobada en 2008, que en conjunto se aproximaban a los 5.75 billones de dólares, a los que se agregaron los estímulos fiscales recogidos en el Plan de Recuperación y Reinversión del presidente Obama que sumaban cerca de 800 mil millones de dólares.[272]

Si bien los rescates impulsados y garantizados por la Reserva Federal han seguido su curso en el año 2009, no hay certeza sobre cuál va a ser la naturaleza de los cambios que tendrán lugar en el marco regulatorio y en la estructura bancaria en el mediano plazo. Existen grandes dudas sobre la forma en que se seguirán distribuyendo y administrando los fondos de rescate para el sistema financiero en Estados Unidos. De hecho, en los casos de los rescates fiscales, los análisis de las acciones de cualquier banco central como *prestamista de última instancia* sugieren que por lo general se favorece a ciertos grandes grupos financieros y se deja

sin un apoyo equivalente a millones de deudores de hipotecas y a decenas de millones de contribuyentes.[273] Sin embargo, las propuestas de reformas regulatorias presentadas por el gobierno de Obama al Congreso norteamericano a mediados de junio de 2009 prometen abrir un enorme debate entre todos los actores.

Los rescates financieros en el Reino Unido y la Unión Europea

Aunque es fundamental prestar especial atención a la magnitud de los rescates financieros en Estados Unidos, también deben tenerse muy en cuenta los cuantiosos rescates que se han implementado en otras naciones. En primer lugar, hay que subrayar la dimensión que la crisis tuvo en Gran Bretaña y en particular atender a las proporciones del colapso en su capital financiera, la ciudad de Londres. Allí los primeros problemas se vislumbraron en la primavera de 2007, cuando varios bancos mandaron señales de alarma y recibieron un primer apoyo del Banco de Inglaterra. Luego, en febrero de 2008, el gobierno británico nacionalizó el banco hipotecario Northern Rock, muy disminuido debido a la astringencia crediticia iniciada en 2007. Durante el primer semestre de 2008, comenzaron a circular noticias en los mercados financieros acerca la debilidad de diversos fondos de inversión ingleses y del creciente contagio de los problemas financieros suscitados en Nueva York. La situación empeoró de manera gradual, y el primer gran derrumbe bancario británico se produjo el 18 de septiembre de 2008 cuando se anunció la compra de la firma financiera HBOS por parte del banco británico Lloyds TSB por un monto de 21.800 millones de dólares. Luego comenzaron a filtrarse reportes de graves daños

en otros bancos ingleses. El 8 de octubre de 2008, el gobierno británico anunció un plan de rescate de 250 mil millones de libras esterlinas (equivalente a más de 400 mil millones de dólares). Gran parte del dinero se destinaría a canjear de manera temporal bonos por hipotecas bancarias y a recapitalizar los bancos.

Después del anuncio de estos rescates, el primer ministro, Gordon Brown, fue saludado en la prensa financiera internacional como el gran salvador, pero aun así las bolsas europeas y asiáticas tuvieron un mal desempeño el día posterior al anuncio del plan de emergencia. De la misma manera que en Estados Unidos, el gobierno británico intervino con recursos fiscales pero asegurando la estrecha colaboración del banco central, el Banco de Inglaterra, que ofreció una larga serie de garantías para las entidades amenazadas por la fragilidad de sus carteras. A pesar de ello, algunos de los mayores bancos comerciales británicos siguieron con problemas y, en algunos casos eran tan graves —como el del Royal Bank of Scotland—, que se procedió a su virtual nacionalización.

Ante la evidencia de que la crisis estaba golpeando a todos los mercados financieros de la zona euro, los líderes de la región se reunieron el 12 de octubre de 2008 en París para acordar un plan de acción. El presidente francés, Nicolás Sarkozy, invitó a Gordon Brown a la conferencia de jefes de gobierno con el objetivo de confirmar que toda Europa estaba coordinada. Los acuerdos consistieron en recapitalizar a las instituciones que se encontraban en riesgo y garantizar los préstamos interbancarios en la zona europea. El gobierno francés y el Banque de France se comprometieron a proporcionar 320 mil millones de euros de préstamos a los bancos privados con el fin de mantener la actividad crediticia, además de prometer una inyección de 40 mil millones de euros en los grandes bancos comerciales con problemas, como el Société Générale

y BNP-Paribas. La canciller alemana Angela Merkel se comprometió a ofrecer 400 mil millones de euros en préstamos puente del banco central (Bundesbank) a los bancos privados y un monto cercano a los 80 mil millones de euros para inyectar capital a los bancos en situación de insolvencia. A la vez se hizo público el virtual colapso del sistema bancario en Irlanda e Islandia, ambos de los cuales habían requerido intervenciones gubernamentales masivas.

En cambio, en el caso de España, en octubre de 2008 el gobierno de José Luis Rodríguez Zapatero pudo enorgullecerse de que el sistema bancario español no necesitara rescates. Los principales bancos comerciales españoles estaban menos expuestos a los colapsos de los mercados porque no habían comprometido tantos fondos en vehículos de inversión de alto riego. Sin embargo, las autoridades en Madrid anunciaron poco después que estaban dispuestas a inyectar un monto cercano a los 100 mil millones de euros en posibles rescates. En todo caso, debe tenerse en cuenta que, en el caso de España, los efectos de la crisis económica llegaron más tarde, en la medida que los mercados de bienes raíces se hundían de forma más lenta (aunque aún más profunda) que en el resto de Europa. En junio de 2009 se anunciaría que el gobierno español estaba contemplando la creación de un fondo de apoyo para cajas de ahorro y bancos con un capital de 9 mil millones de euros, pero con posibilidad de endeudarse por 90 mil millones de euros.

La crisis económica en España se había manifestado con fuerza en el 2008, cuando se perdieron más de un millón de empleos formales, y se profundizó a lo largo del 2009, superando las caídas en otras economías europeas como la francesa y alemana. Aunado al hecho de sufrir las más altas tasas de desempleo formal en el mundo, la economía española compartía con la estadounidense un enorme déficit comercial y un excesivo endeudamiento de la

masa de los consumidores. Además, la burbuja inmobiliaria era proporcionalmente tan grande como en Estados Unidos o Gran Bretaña aunque lo cierto es que merced a la mayor estabilidad de su sistema bancario comercial español, ésta no se había manifestado con tanta fuerza hasta entrado el 2009. Ello se debió en parte al hecho de que desde años atrás, el Banco de España había implementado una novedosa estrategia de cobertura de riesgos para la banca comercial que implicaba exhibir los nuevos y riesgosos vehículos de inversión en sus cuentas habituales. Además, dicho banco central insistió en que se adoptaran una serie de "provisiones dinámicas" que asegurase que los bancos comerciales dispusieran de importantes cantidades de fondos para poder aumentar su capital en caso de sufrir posibles pérdidas a raíz del aumento del uso de novedosos instrumentos financieros en los mercados. No obstante, las cajas de ahorro regionales españolas no contaron con estas provisiones y, por consiguiente, estaban mucho menos preparados para enfrentar los embates de la gran crisis.

Durante los últimos meses del *annus horribilis* de 2008, los países que conforman la Unión Europea se comprometieron a realizar grandes intervenciones gubernamentales en los mercados financieros y a iniciar rescates fiscales que se acercan o superan a los montos gastados en Estados Unidos. Sin embargo, y a pesar de la propaganda emanada de la cumbre del 12 de octubre de 2008 y de la reuniones políticas de alto nivel que se realizaron luego, es claro que no ha prosperado un plan realmente coherente de medidas anticrisis o de estímulo a la economía en la Unión Europea, sino más bien una serie de planes individuales por parte de cada país. Algunas de las naciones más emblemáticas de la región han comprometido grandes montos de recursos públicos para infraestructu-

ra y préstamos a la industria automotriz, y en algunos casos, estímulos a ciertos sectores sociales, incluyendo a la clase media como a los obreros sin empleo. En abril de 2009 se calculaba que el rescate fiscal de conjunto en la Unión Europea podía ascender a los 2 billones de dólares, mientras que el rescate fiscal estadounidense sería menor. No obstante, aún es difícil hacer un balance, ya que las medidas de respuesta al colapso se han ido ampliando en cada nación y es posible que se profundicen en el futuro.

Un rasgo sobresaliente de la actual crisis es que se ha intensificado el debate sobre la posición futura de Estados Unidos dentro de la economía mundial. Incluso se han despertado cada vez más interrogantes sobre la posibilidad de que pierda su hegemonía monetaria, que comienza a ser cuestionada por China, entre otros países. Independientemente de esta reflexión, la crisis contemporánea también ha golpeado con severidad a las dos mayores economías del continente asiático y ha obligado la puesta en marcha de programas anticíclicos. En conjunto, a fines de 2008 los gobiernos de China y Japón adoptaron programas de estímulos fiscales a la actividad económica por cerca de 700 mil millones de dólares. Si a esto se suman los montos que han adelantado sus bancos centrales para apuntalar a sus respetivos mercados financieros, puede considerarse que se trata de una intervención masiva, quizá sin un antecedente histórico, al menos en el caso de China.

Impactos y respuestas a la crisis en América Latina

Uno de los hechos más notables de la financiera mundial contemporánea es que no se produjeron pánicos bancarios ni crisis de deudas soberanas en los países en desarrollo. El contraste con las

naciones más avanzadas es manifiesto. No obstante, resulta evidente que el impacto del colapso golpeó a todas las economías de estas naciones a partir de septiembre de 2008. En las breves páginas que siguen, comentaremos con algún detalle el caso latinoamericano, pero está claro que debe compararse con las experiencias de transmisión de la crisis a los países de Asia, Medio Oriente y África.

La crisis contagió a América Latina luego del segundo semestre de 2008 a través de un descenso en las exportaciones, la reducción de los flujos de inversión extranjera directa, las remesas decrecientes y una caída significativa del turismo internacional. Estas variables representaban entradas de capital que apuntalaban la estabilidad de la balanza de pagos de las economías latinoamericanas. Pero en la mayor parte de esta región, la evolución de las finanzas públicas y de los sistemas bancarios resultó mucho menos volátil que en el pasado. En principio se experimentaron conatos de crisis bancarias a raíz de la caída en los valores de las monedas latinoamericanas, pero la situación pronto se estabilizó. Tampoco hubo crisis de deudas soberanas, como había sido común en el pasado. Es probable que esto se deba a que, desde hace un decenio, los países de Latinoamérica lograron cierta estabilidad en sus deudas públicas y, además, a que cuentan con reservas internacionales que les permiten cubrir con cierta holgura el pago de sus obligaciones con el resto del mundo. A su vez, los bancos centrales en muchos países han podido reducir las tasas de interés y varios gobiernos nacionales se han comprometido a estimular sus economías con recursos fiscales.

Por lo general, las respuestas de los gobiernos y de los bancos centrales latinoamericanos al desequilibrio económico internacional y a la caída del empleo se distinguen entre activista y conservadora, de acuerdo con los reportes de CEPAL, que son publicados de forma periódica. Una breve revisión de la situación en

la Argentina, Brasil, Chile y México permite distinguir la situación particular y algunas de las estrategias adoptadas por los gobiernos de cada país.

La crisis mundial encontró a la Argentina relativamente aislada de los mercados financieros internacionales y a su economía debilitada por la caída inicial en el precio de sus exportaciones de carne, cereales y soja. Pero por suerte el banco central contaba con reservas altas debido a la experiencia exportadora favorable vivida los años precedentes. La situación financiera del gobierno argentino se había beneficiado, además, por la moratoria de pagos de su deuda externa en 2002 y por el éxito en las negociaciones llevadas a cabo con acreedores internacionales, lo cual redujo el monto del servicio anual que había estado asfixiando al país. Sin embargo, desde septiembre de 2008, la situación fiscal y financiera se complicó y el gobierno argentino, encabezado por la presidenta Cristina Fernández, resolvió nacionalizar los fondos de pensiones para evitar corridas especulativas en los mercados. A su vez, las autoridades económicas debieron contratar algunos préstamos con el sistema bancario local. Lo cierto es que en 2009 tanto la bolsa como la banca argentinas han prosperado. El banco central ha ampliado los créditos a las empresas y el gobierno ha puesto en marcha subsidios para el desempleo.

A fines de 2008, Brasil enfrentó las mismas presiones recesivas que el resto de América Latina y el valor de capitalización de la bolsa de San Pablo cayó estrepitosamente como consecuencia de la incertidumbre financiera mundial. Sin embargo, la considerable diversificación de las exportaciones de este país, la estabilidad de los bancos brasileños y el fuerte dinamismo del mercado interno le han permitido sortear la crisis de manera apreciable. Por otra parte, el gobierno ha puesto en marcha programas importantes para dina-

mizar la actividad productiva y la demanda, incluyendo una inyección de 44 mil millones de dólares para sostener el consumo y un Programa de Aceleración del Crecimiento por cerca de 70 mil millones de dólares cuyo fin es impulsar los sectores de energía, transporte e infraestructura. Además se mantiene el plan del presidente Lula de llevar a cabo el programa más ambicioso de construcción de vivienda popular en la historia de Latinoamérica.

Por su parte, durante 2009, el gobierno chileno, encabezado por la presidenta Michelle Bachelet, adoptó políticas cautas en medio de la crisis y ha instrumentado algunos aumentos en el gasto público, construcción e infraestructura, al igual que pequeños incrementos en el gasto social. En los años anteriores al estallido de la crisis, el cobre chileno se cotizó a buenos precios en los mercados internacionales. El gobierno de este país decidió ahorrar una parte de esos recursos en un fondo de riqueza soberana (*sovereign wealth fund*) y adoptó una política fiscal que permite contar con suficientes ahorros del sector público e incurrir en déficit en el periodo más bajo del ciclo económico. Así el gobierno chileno puede expandir sus políticas fiscales y monetarias y facilitar una política de cierta flexibilidad de créditos para las empresas, sin debilitar la situación macroeconómica.

México ha enfrentado problemas mayores que los países sudamericanos y la situación ha empeorado a lo largo de 2009, lo que puede atribuirse en buena parte a la estrecha dependencia de sus relaciones económicas con Estados Unidos pero también a la negativa del gobierno mexicano de poner en marcha un programa agresivo de tipo contracíclico. Habría sido de esperar que, de todas las administraciones públicas latinoamericanas, el gobierno mexicano hubiera adoptado la reacción más proactiva frente a la crisis para suavizar sus impactos, que comenzaron a ser muy

pronunciados en producción, empleo y comercio exterior. Esos impactos se derivan de la caída de las exportaciones a Estados Unidos, la disminución de las remesas de trabajadores mexicanos radicados en el exterior y el descenso de los ingresos por exportaciones de petróleo. México también se ha resentido debido a la baja en el flujo de turistas como consecuencia de la inseguridad y del brote de influenza A/H1N1. La caída en el consumo y en el crédito ha diferido proyectos de inversión privada y amenaza con reprimir la actividad económica del país. Las autoridades de la Secretaría de Hacienda han actuado hasta ahora con cautela y parecen temerosas de empeorar la debilidad estructural de las finanzas públicas por el fracaso secular a la hora de llevar a cabo una reforma fiscal a fondo, que ha hecho que el gobierno dependa de ingresos petroleros cada vez más menguados.

La crisis de 2008: Algunos contrastes con la Gran Depresión de los años 30

Si bien es demasiado pronto para evaluar el conjunto de los daños provocados por la crisis financiera y económica de 2008-2009, existe un amplio debate sobre su gravedad en términos comparativos con los mayores colapsos económicos del pasado. Es común afirmar que la crisis contemporánea es la peor sufrida desde la Gran Depresión, pero cabe preguntarse acerca de las similitudes y contrastes que existen entre ambas. Cerramos este capítulo con un breve contrapunto, ya que consideramos que comparar es útil para determinar qué hay de nuevo en la crisis global de nuestros días.

¿Cuáles son los principales paralelos entre el colapso financiero contemporáneo y el "crac" de 1929? La mayoría de los

analistas señalan ciertos parecidos. En ambos casos, la debacle arrancó con una fuerte caída bursátil en Estados Unidos, que luego se extendió a nivel mundial. Esto fue seguido por una fuerte contracción del crédito a escala internacional, lo que produjo una enorme reducción del comercio global. Ambos fenómenos provocaron reducciones muy marcadas en los flujos de capitales y presiones sobre los tipos de cambio de las monedas de la mayoría de las naciones, desembocando en diferentes grados de devaluaciones. En suma, tanto en 1929 como en 2008 —aunque por diferentes caminos— se produjeron colapsos de mercados financieros, quiebras bancarias y una reducción de la riqueza en valores accionarios y títulos financieros, todo esto acompañado por desplomes del comercio mundial. A su vez, ambas crisis produjeron una fuerte caída de la producción a escala global y un aumento del desempleo, aunque se discute si fue más fuerte en términos proporcionales en los años 30 que en nuestra época.[274] Actualmente, los economistas Barry Eichengreen y Kevin O'Rourke han ofrecido una serie de cálculos de gran utilidad para comparar el desempeño de la economía mundial durante la Gran Depresión y en nuestros días. El impacto *inicial* de la crisis de 2008 fue más intenso que el provocado por la de 1929, pero se observa una recuperación más rápida tras el colapso contemporáneo. En resumen, las caídas en el producto económico mundial, las bolsas mundiales y el comercio internacional han sido extremadamente agudos desde octubre de 2008, pero tocaron piso hacia agosto de 2009, después de lo cual se observa un repunte que es más fuerte en el caso de las cotizaciones bursátiles que en el comercio y la producción globales. En cambio, en los años 30, el descenso en la mayoría de las variables económicas y financieras fue persis-

tente y duró casi toda la década, siendo solamente a partir de la Segunda Guerra Mundial que se logró una recuperación sostenida de la actividad económica.

También pueden identificarse algunos elementos más específicos que explican la dinámica de los mercados bursátiles y bancarios en estas dos grandes crisis históricas. En las dos coyunturas, un antecedente inmediato del "crac" fue un auge y colapso en los mercados inmobiliarios, pero en 1929, la declinación de los precios no causó un derrumbe financiero, mientras que en 2008 las hipotecas estaban en el ojo de la tormenta.[275] A su vez, en ambos casos las crisis fueron precedidas por un extraordinario auge bursátil, inflado a raíz de un notable incremento de la oferta del crédito por parte de firmas de inversión que desembocó en una serie de burbujas financieras. Estas conductas han sido descritas en función de la "manía" colectiva de los banqueros e inversores, cuya conducta se califica como "exuberancia irracional". Hay consenso en que las dos crisis comenzaron en Estados Unidos, donde un virtual colapso de los mercados bancarios y financieros tuvo graves consecuencias para el resto de la economía de ese país pero también provocó un fuerte contagio a escala internacional. Poco después se produjo una serie de grandes crisis bancarias y bursátiles en Europa. La transmisión al resto del mundo fue bastante rápida, sobre todo en lo que se refiere a las tendencias bursátiles y la contracción del crédito.

Ahora bien, es necesario además comentar los contrastes que se advierten entre ambos eventos. A primera vista, puede afirmarse que las caídas sufridas en los mercados financieros y en el comercio internacional han sido más pronunciadas y veloces en 2008 que en 1929, pero se tiene la impresión de que hoy en día

los derrumbes tocaron fondo en menos tiempo, lo cual podría hablar también de una recuperación más rápida. Una gran parte de los indicadores económicos y sociales en el primer semestre de 2009 sugiere que el colapso global no es tan profundo en la actualidad como en los peores momentos de la Gran Depresión. Por ejemplo, se estima que el desempleo alcanzará algo más del 10% en Estados Unidos hacia principios de 2010, es decir, un nivel similar al de Europa hoy, pero luego se pronostica una lenta recuperación. En la Gran Depresión, en cambio, y como ya hemos señalado en capítulos anteriores, se alcanzaron niveles mucho más altos de desempleo. Precisamente por esto, al hablar de la actual crisis se prefiere utilizar la expresión "Gran Recesión", que sugiere importantes diferencias respecto de la "Gran Depresión" de los años 30.

Un segundo contraste muy marcado es el rol que ha asumido el Estado en ambos eventos. Entre 1929 y 1931, los gobiernos y los bancos centrales por lo general mantuvieron una política de no intervención, la cual contribuyó a que se produjeran fugas de capitales masivas, al debilitamiento del sistema bancario y crediticio y, eventualmente, a una serie prolongada de crisis bancarias y quiebras de una multitud de empresas en varios países. En contraste, desde principios de septiembre de 2008, los gobiernos y bancos centrales de Estados Unidos y de la Unión Europea adoptaron una política de masiva intervención para salvar bancos y mercados financieros. Es claro que los altos directivos aprendieron de la historia una importante lección: actuar antes que el colapso contamine al conjunto de las economías.

Entre 2008 y 2009, la inyección de dinero de los bancos centrales para impedir el congelamiento de los mercados crediticios, así como el rescate directo de grandes bancos quebrados y las

enormes garantías para la gestión de billones de dólares en activos tóxicos (en especial de millones de hipotecas) han constituido el mayor rescate financiero de la historia. Conjuntamente con la aplicación de políticas fiscales muy agresivas cuyo fin fue apuntalar las economías por parte de los gobiernos de la Unión Europea, Estados Unidos, China, Japón, Rusia y la mayoría de los países en desarrollo, estas medidas han cambiado el curso de la crisis. De esta forma evitaron una secuencia adicional de pánicos bancarios, permitieron que el sistema financiero encuentre cobijo en el Estado y es probable que hayan alejado el peligro de un colapso aún más profundo y un prolongado estancamiento.

El contraste entre estos dos grandes momentos históricos, por consiguiente, se refleja en especial en los cambios radicales que se registran en materia de gestión de las políticas bancarias, monetarias y fiscales. En 1929, la amplia aceptación ideológica y práctica del patrón oro como eje del sistema monetario internacional tuvo efectos muy restrictivos sobre el margen de acción de los dirigentes financieros y políticos en muchos países. A su vez, el temor a utilizar instrumentos fiscales para relanzar las economías condenó a los gobiernos a una virtual inacción. Hoy en día, se han puesto en marcha con determinación y rapidez políticas keynesianas en combinación con políticas más agresivas de expansión monetaria por parte de los bancos centrales.

En tercer lugar, puede sugerirse que las reacciones nacionalistas y proteccionistas fueron más pronunciadas en las políticas económicas adoptadas en 1929-1932 que en nuestra época. En los años 20, pese a un proceso de recuperación económica posterior a los estragos sufridos por la Primera Guerra Mundial, el nacionalismo económico estaba en auge y se reforzó con el estallido de la crisis de 1929. Muy pronto se levantaron las tarifas

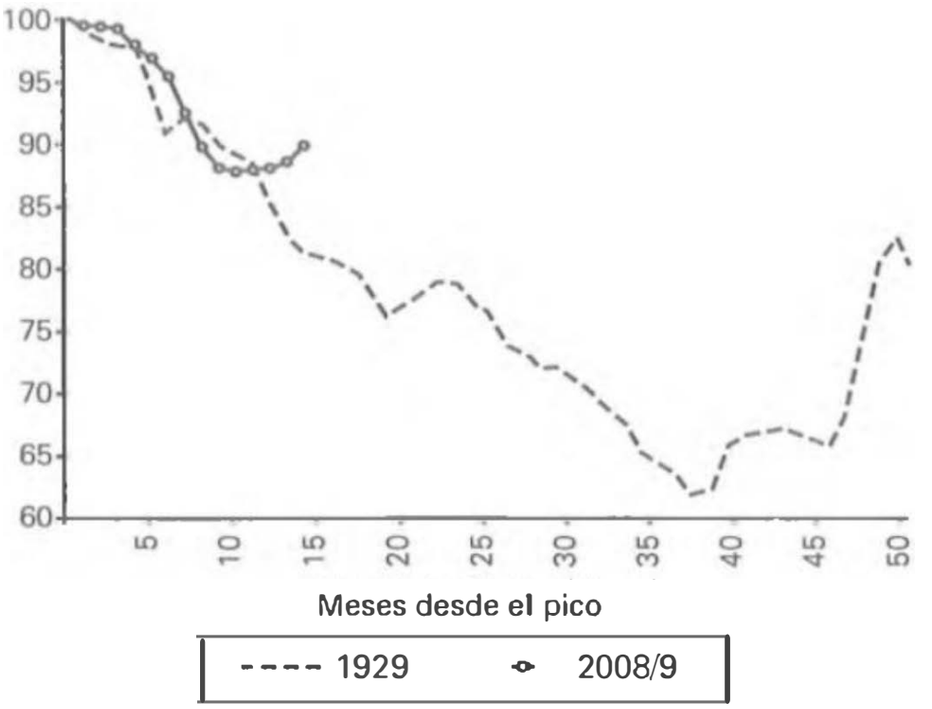
aduaneras y se impusieron controles de cambios y de movimientos de capitales. No se logró una coordinación concertada de los bancos centrales y fracasaron las tardías conferencias internacionales —como la de Londres de 1933—, que tenían la misión de establecer acuerdos para responder al colapso con políticas económicas y financieras.

En cambio, en la crisis contemporánea se hizo notar desde los últimos días de septiembre de 2008 que la mayor parte de los directivos de los bancos centrales y de las tesorerías nacionales estaban en estrecho contacto. Las múltiples reuniones del G-7 y del G-20, además de varias cumbres de los países europeos, latinoamericanos y asiáticos, nos hablan de que la coordinación internacional es el lema de la actualidad.

Finalmente, hay que subrayar que en estos días —y de manera sorprendente— ha sido la fuerza y la estabilidad de las economías en desarrollo uno de los factores más importantes para sortear la crisis. En 2008-2009 no se han producido crisis de deudas de los países de América Latina, África o Asia. Al contrario, los países de la periferia mantuvieron el servicio de sus deudas y contribuyeron al buen desempeño de la banca global. No se registraron colapsos bancarios significativos en casi ninguna parte del mundo en desarrollo. Los países de la periferia que sufrieron mayores pérdidas inicialmente fueron los grandes exportadores de bienes industriales, en particular los países asiáticos, pero sus economías mantienen tasas de crecimiento muy superiores a las de Europa y Estados Unidos. Entretanto, los principales países exportadores de productos primarios, minerales y petróleo —del Medio Oriente, América Latina y Asia— lograron mantener altos niveles de comercialización, pese a la baja en la demanda y en los precios mundiales.

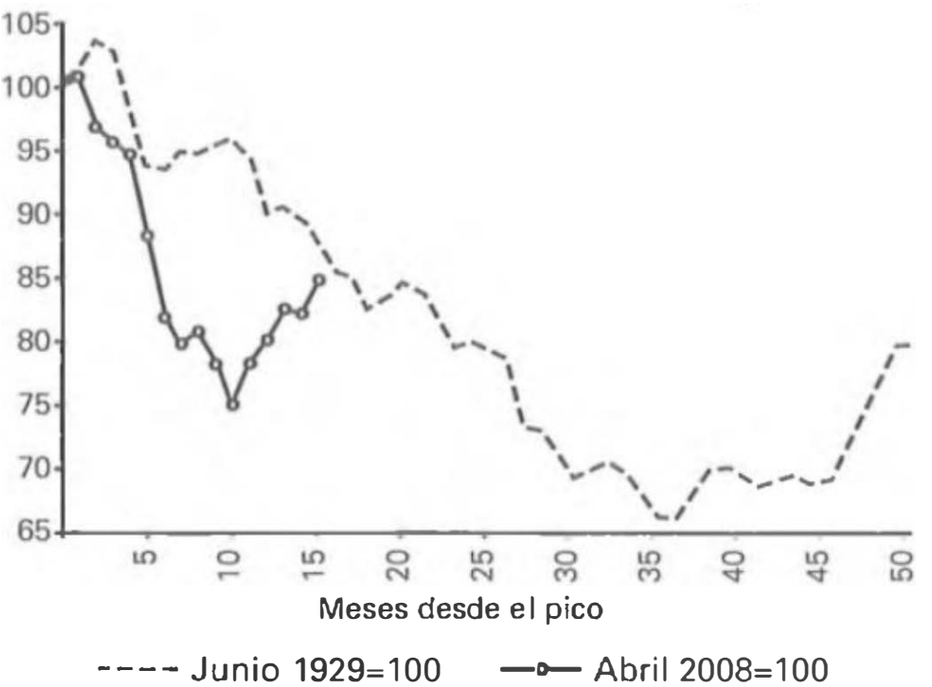
Gráfico 6.4

Producción industrial mundial, 1929 y 2008/9

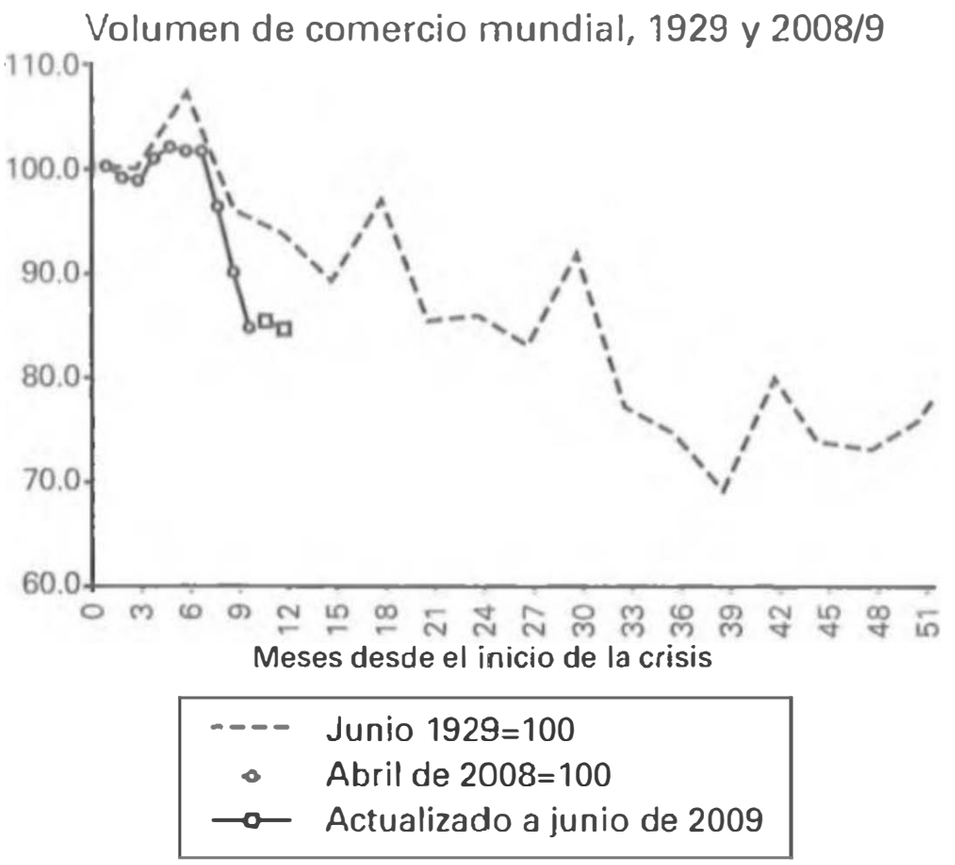


Fuente: Eichengreen, Barry y Kevin H. O'Rourke, 2009, "A Tale of Two Depressions", http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421 (consultado el 23 de febrero de 2010).

Mercados financieros mundiales, 1929 y 2008/9



Fuente: Eichengreen, Barry y Kevin H. O'Rourke, 2009, "A Tale of Two Depressions", http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421 (consultado el 23 de febrero de 2010).



Fuente: Eichengreen, Barry y Kevin H. O'Rourke, 2009, "A Tale of Two Depressions", http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421 (consultado el 23 de febrero de 2010).

Epílogo

La Gran Recesión y las reformas de la arquitectura financiera internacional

El 31 de mayo de 2009, el secretario del Tesoro de Estados Unidos, Timothy Geithner, viajó a China con el objetivo de concretar una serie de acuerdos que aseguraran el funcionamiento de lo que se ha llamado el G-2. El gobierno y el banco central de China habían manifestado una fuerte preocupación por sus enormes tenencias en dólares y en letras del Tesoro de Estados Unidos. A su vez, los dirigentes chinos habían comunicado su interés en ratificar que seguirían contando con acceso al mercado más importante para sus exportaciones. El 1 de junio, ante sendos auditorios de funcionarios y estudiantes universitarios en Beijing, Geithner aseguró que no debía existir preocupación alguna por la credibilidad del dólar y de la deuda pública estadounidense. Sostuvo que los mercados financieros de Estados Unidos son los más profundos y líquidos del mundo y que por eso debería confiarse en su futuro monetario.

A pesar de los discursos tranquilizadores del alto funcionario norteamericano, es claro que, a raíz de la Gran Recesión que se inició a fines de 2008 a escala mundial, el gobierno chino resolvió modificar sus políticas de reservas monetarias. Comenzó a

adquirir un mayor volumen de oro, euros y una canasta variada de reservas monetarias capaces de apuntalar con más seguridad a su moneda nacional, el yuan (o *renminbi*). No obstante, también continuó adquiriendo bonos del Tesoro de Estados Unidos. Esta combinación de políticas es indispensable para asegurar la estabilidad financiera de la cada vez más poderosa maquinaria industrial de China. Igual de esenciales son las políticas que las autoridades de ese país pusieron en marcha para alcanzar acuerdos comerciales y financieros con muchas naciones en distintos continentes con el propósito de asegurar la provisión de alimentos para su enorme población, minerales para sus fábricas, además de petróleo y gas para sus redes de transportes y su infraestructura energética.

Si China está preocupada por la situación monetaria internacional, no hay duda de que el resto del mundo también lo está. Las preguntas que se han planteado desde el colapso financiero de 2008 son múltiples. ¿Cuál será el futuro del sistema financiero global después de que lo peor de la crisis actual haya pasado? ¿Cuál será la naturaleza del futuro del sistema monetario mundial? ¿Continuará el dólar como moneda hegemónica? Sabemos que el euro ya compite con fuerza, pero ¿qué pasará con el yen, con el yuan, o con la moneda contable del FMI, los llamados SDR?

También es incierta la duración que el colapso financiero y económico tendrá a escala global. ¿Cuándo se producirá el fin de la crisis? ¿Se prolongará la recesión mundial hasta el año 2011 o será más breve? ¿Cuáles son las reformas fiscales y financieras que podrían contribuir a una economía mundial más estable?

El carácter global de la catástrofe financiera y económica se refleja en los grandes números: la pérdida de cerca de 2 billones

de dólares (trillones de dólares en inglés) por los sistemas bancarios, la pérdida de muchos billones más en mercados hipotecarios y bursátiles, y el aumento del desempleo (que hoy alcanza entre 50 y 70 millones de personas en el mundo). Además, resulta manifiesto que los coletazos de la crisis se harán sentir durante años como consecuencia de los enormes rescates que se llevaron a cabo con dinero público y que implican un incremento espectacular de las deudas de los gobiernos de Estados Unidos y de muchos países europeos.

Los dilemas que plantean estos desastres se han recogido en la prensa internacional y en las discusiones de órganos colegiados de las principales potencias, sobre todo del G-20, en sus reuniones cada vez más frecuentes. A su vez, se discuten las futuras reformas del sistema financiero mundial en la Comisión del G-30 que encabeza Paul Volcker, la comisión financiera de la Unión Europea que encabeza Jacques de Larosière, el Foro de Estabilidad Financiera que coordina Mario Draghi, y la Comisión Stiglitz sobre reformas financieras de las Naciones Unidas que ha publicado reportes detallados a partir de sesiones de debate realizadas desde la primavera de 2009.[276] Este último grupo de trabajo tiene la virtud de ser el vocero de un mayor número de países pero además de preocuparse no sólo por la forma de mejorar las regulaciones de los sistemas financieros de las naciones más avanzadas y ricas sino también de los países en desarrollo. En particular, esta Comisión otorga importancia a entender la forma en que la crisis financiera, cuyo epicentro se originó en el Norte, afecta (y afectará) a todos los países del Sur.

En este epílogo, deseamos sugerir que existe una considerable variedad de respuestas a los grandes interrogantes sobre el

futuro de la regulación financiera mundial, las cuales se están discutiendo en la actualidad en diversos foros gubernamentales, académicos y sociales alrededor del planeta. Las controversias son fuertes y seguramente se tornarán más intensas en el futuro, ya que las grandes crisis quiebran estructuras y prácticas tradicionales, tanto en el ámbito de la política como en el de la actividad económica, y obligan a pensar nuevas formas de manejar el poder financiero así como nuevas formas de regulación por parte de los poderes públicos. Es muy saludable que se produzca un amplio debate sobre estos temas torales para el futuro de la humanidad. Es más, resulta esencial para contrarrestar la resistencia al cambio de varios e influyentes grupos de presión corporativos (en especial los bancarios), de algunos medios de comunicación masiva y de muchas estructuras de poder que se aferran a prácticas monopólicas o burocráticas y que no se interesan en las reformas profundas ni en llevar adelante una discusión democrática a escala global sobre el futuro manejo de las finanzas y de la política.

La Gran Moderación y los fracasos en la previsión de la Gran Crisis

Un factor clave de este debate es entender por qué colapsaron los mercados más importantes del planeta y por qué la previsión de los principales bancos, firmas financieras y agencias calificadoras de Estados Unidos fue deficiente. Los estudios de carácter académico que analizan las causas de lo que se ha descrito como la perfecta y gigantesca tormenta que irrumpió entre septiembre y octubre de 2008 ya comienzan a publicarse. En este capí-

tulo sintetizamos algunas tesis de estos trabajos pero, con certeza, se contará con una literatura mucho más amplia a la brevedad.[277] En el primer apartado de nuestro epílogo centramos la atención en esta problemática para luego considerar el desafío más importante del futuro: reflexionar sobre las propuestas destinadas a implementar reformas del sistema bancario, monetario y financiero a escala nacional e internacional. En cada país, los respectivos gobiernos están ensayando respuestas económicas y sociales a la crisis pero, evidentemente, se trata apenas del inicio de un complejo proceso que se irá profundizando con el paso del tiempo.

Un elemento que ayuda a explicar la notable incapacidad de los economistas y funcionarios para anticipar la gran crisis de 2008 se debe a una peculiaridad del análisis económico: éste suele ofrecer más seguridad para realizar previsiones sobre tendencias de crecimiento en el mediano y largo plazo que sobre la evolución altamente volátil de las finanzas en el corto plazo. A fin de prever las tendencias de fondo de la producción y el comercio en las economías en el mediano y largo plazo se utilizan series largas de estadísticas históricas construidas sobre la base de una gran cantidad de indicadores. Hoy en día hay bastante información respecto de los promedios de crecimiento anual de las más diversas economías. Estos datos se consiguen mediante la paciente labor de reconstrucción de las estadísticas del Producto Interno Bruto de numerosos países que han realizado varias generaciones de economistas e historiadores. A partir de esta información puede predecirse con bastante certeza las tendencias futuras de crecimiento de la mayoría de las economías, salvo aquellas grandes desviaciones que suelen ser causadas por guerras, crisis o recesiones mayores.

En cambio, es mucho más difícil trazar la trayectoria precisa de los mercados financieros, tanto en el corto como en el mediano plazo. La naturaleza volátil de los mercados así como el gran número de elementos que están en juego dificulta la elaboración de modelos capaces de anticipar tendencias futuras con cierta seguridad. Es verdad que se dedican a eso millares de especialistas en las firmas de banca global, pero es claro que aun con los más sofisticados modelos matemáticos y analíticos, fracasaron en anticipar el colapso de 2008.

¿Por qué no son capaces los más avezados especialistas en finanzas en prever el futuro? Este es un gran dilema no resuelto de la economía. Cualquier lectura de los múltiples altibajos en las gráficas de las cotizaciones bursátiles o de los valores y volúmenes de las transacciones en los mercados cambiarios nos sugiere que en estos campos todas las predicciones resultan bastante inciertas. Para muchos analistas, lo más importante es evaluar los peligros de riesgos sistémicos y para eso son bastante inadecuados los actuales métodos de análisis, ya que ha quedado probado que los marcos teóricos y analíticos existentes no fueron suficientes para anticipar la convulsión financiera de 2008.[278]

Además, y como hemos visto en nuestra revisión de la historia financiera mundial, siempre existe un conjunto de factores políticos, militares y económicos que son propios de la historia de cada época y que rebasan el terreno específico de las finanzas. Es decir, debe combinarse el saber de los economistas con el de otros científicos sociales bien informados de la coyuntura para alcanzar una visión amplia y estudiar la multiplicidad de elementos que están en juego. A esto hay que agregar una buena dosis de sentido común. Sin embargo, existen obstáculos

ideológicos que, en este terreno, suelen interponerse a los juicios equilibrados.

De hecho, la interpretación de las tendencias económicas suele verse al menos parcialmente deformada en cualquier coyuntura histórica por ciertos consensos o paradigmas que se difunden dentro del mundo de los economistas, los cuales generan la sensación de haber alcanzado un conocimiento bastante seguro de las *leyes* o trayectorias fundamentales que rigen en la economía y en las finanzas. Por ejemplo, en los años 90, el paradigma de los mercados siempre eficientes se difundió ampliamente, y contribuyó a construir la idea de que no se requerían mayores regulaciones.[279] Este consenso se transmitió a los medios masivos y también a los políticos, con lo cual se convirtió en una especie de ideología de la época (*zeitgeist*) que no admitía de buen grado interpretaciones alternativas hasta que se produjo una crisis mayor.

En 1929 ocurrió algo similar, ya que los paradigmas del patrón oro eran aún dominantes a escala planetaria e impidieron una respuesta flexible al estallido de la crisis. Sin embargo, fue tan devastador el impacto de la depresión económica mundial subsiguiente que la mayoría de los gobiernos pronto abandonó esas reglas y abrazó el proteccionismo, el control de cambios y el nacionalismo económico. En los años 90 y principios del siglo XXI, eran dominantes varios paradigmas característicos del llamado "neoliberalismo" y de la "nueva globalización financiera", incluyendo ciertas virtudes como la desregulación financiera, la libre flotación de monedas, la autonomía absoluta de los bancos centrales y una convicción de que los mercados bancarios e hipotecarios de Estados Unidos y Europa no podrían sufrir grandes descalabros. Al igual que con el patrón oro a principios de siglo, se

difundió la idea de que existía una especie de mecanismo de "autorregulación" de los mercados financieros durante el neoliberalismo de fines del siglo XX.

¿Cómo se explican la confianza ciega en el auge económico y la creencia en los mecanismos automáticos en los mercados financieros? Sin duda fue decisivo el aumento de las ganancias de los bancos y banqueros e inversores en muchos países en una época de globalización que estimulaba la ilusión de una prosperidad sin fin. Como señaló Chuck Prince, ex director del poderoso banco Citicorp, cuando ofreció testimonio ante el Congreso de Estados Unidos, los banqueros tenían que seguir bailando al son de la euforia financiera hasta que la música cesó de manera abrupta en septiembre de 2008.[280]

Otra razón que contribuyó a que se hiciera caso omiso de los peligros del aumento en la especulación en los años 90 fue el hecho de que varios economistas insistían en que se había entrado en un largo periodo de crecimiento estable en las economías del centro; este movimiento se describió como la "Gran Moderación". Un término que sugería la ausencia de ciclos económicos con fases marcadas, en especial en Estados Unidos y Europa. Se consideraba que se había entrado en una fase de fuerte crecimiento con baja inflación. Esta visión optimista fue reforzada por el innegable impacto del crecimiento de China y de India y por el hecho de que sus exportaciones baratas redujeron las presiones inflacionarias en las economías desarrolladas. Tras el hundimiento de las empresas tecnológicas (*dot/com)* en 2001, comenzó a difundirse el temor de que la Gran Moderación estaba a punto de terminar. Sin embargo, cuando la mayor parte de los bancos centrales del mundo bajaron las tasas de interés, estos miedos desaparecieron, ya que se reinició un crecimiento con

baja inflación hasta el año 2007. A principios del siglo XXI, este fenómeno alentó la abundancia de crédito barato, originó burbujas inmobiliarias y estimuló a las empresas financieras (bancos, agencias hipotecarias, fondos monetarios, de inversión y de pensiones) a que tomaran posiciones cada vez más riesgosas.

Pese a la euforia en los mercados financieros de Estados Unidos y Europa, la multiplicación de las crisis financieras en los países en desarrollo (1994 y 2002) daba motivos para sospechar que la volatilidad y la inestabilidad estaban a la orden del día. En pocas palabras: la Gran Moderación era un espejismo que encubría la generación de una serie de gigantescas burbujas financieras que habrían de explotar indefectible y catastróficamente.

¿Cambios en la regulación bancaria y en la arquitectura financiera internacional?

Hemos argumentado en este libro que cada una de las grandes crisis financieras de la historia moderna suele vincularse con cambios fundamentales en las relaciones internacionales y, más particularmente, con reformas en los regímenes monetarios y bancarios. Debido a las fallas en la supervisión, la regulación y la previsión, desde octubre de 2008 se ha anunciado repetidas veces que hoy en día existe la necesidad de revisar y reformar los sistemas de regulación bancaria y de los mercados financieros en cada país y a escala internacional.[281]

Una primera y gran incógnita es ¿qué papel deben ocupar los bancos centrales en el siglo XXI? Resulta manifiesto que la crisis ha obligado a los bancos centrales a asumir un rol más activo en la supervisión del sistema financiero bancario y no bancario y

que los banqueros centrales tendrán que modificar la estrategia de fijarse como único objetivo el control de la inflación doméstica. En el futuro se verán obligados a adoptar medidas que ayuden a prevenir el surgimiento o mitigar las burbujas en los mercados de activos.

La insistencia del gremio de los banqueros centrales a lo largo de la década del 90 en fijar como norte de sus preocupaciones la inflación en los precios al consumidor contribuyó a que no prestaran atención a las burbujas que se generaron en las bolsas y en los mercados inmobiliarios, y tampoco a la importancia creciente de los actores financieros no bancarios. Un enfoque técnico se convirtió en dogma e hizo que las autoridades máximas del sistema bancario fueran incapaces de ver ciertas tendencias que conocían muy bien pero que consideraron estaban fuera de su control.

En efecto, como han demostrado las economistas Jane d'Arista y Stephany Griffith-Jones, la evolución de los mercados financieros de Estados Unidos a lo largo del último medio siglo demuestra que se ha operado un cambio profundo en la importancia relativa de la banca comercial respecto de las empresas financieras que trabajan casi exclusivamente en la bolsa: en 1957, los bancos de depósito manejaban casi el 60% de los activos totales del sistema, pero para 2007 controlaban apenas el 24%; en cambio, en este último año, los fondos de pensiones, de inversión y de instrumentos financieros hipotecarios ya manejaban el 60% de los activos, que sumaban una masa de capitales inmensa, que superaba los 30 billones de dólares (¡cerca de tres veces del PIB de Estados Unidos!).[282] En tanto, la Reserva Federal no quiso reconocer las profundas implicancias de esta tendencia a largo plazo, tuvo pocos incentivos para modificar a fondo sus políticas de supervisión y regulación. Las consecuencias están a la vista en las deficiencias de las políticas

de este banco central (y de otros institutos supervisores) que contribuyeron a sentar las condiciones propicias para enormes burbujas y colapsos financieros, como los experimentados en 2008.

Hoy en día, los principales expertos enfatizan que esto fue un error mayúsculo e insisten en que tiene que modificarse tanto la regulación "microprudencial" como la "macroprudencial" (usando sus propios términos). En el primer caso, se trata de mejorar la regulación de los bancos y otras firmas financieras para asegurar que su contabilidad no esconde hoyos negros y que aumentan su capital en épocas de incertidumbre. En el segundo caso, se trata de vislumbrar mecanismos que permitan reducir los riesgos de un colapso sistémico de las finanzas nacionales e internacionales.

Muchos gobiernos en todo el mundo están en proceso de discutir y realizar reformas en estos terrenos. Entre las primeras propuestas de reformas se destaca una ofrecida por el G-30 de principios de 2009, que reúne a algunas de las figuras más poderosas de la política y las finanzas de Estados Unidos y Europa. Entre los treinta notables que integraron este grupo se cuentan Paul Volcker, antiguo presidente de la Federal Reserve Board y actual consejero económico de Barack Obama, Tim Geithner, secretario del Tesoro norteamericano, Larry Summers, ambicioso titular del Council of Economic Advisers de Estados Unidos, y Jean-Claude Trichet, presidente del Banco Central Europeo. La propuesta de los Treinta recomienda, en primer término, que los gobiernos obliguen a los bancos de importancia sistémica (cuya quiebra amenazaría la estabilidad de los sistemas financieros en su conjunto) a mantener requerimientos mínimos de capital. Del mismo modo, recomiendan que las autoridades regulen los hasta

ahora desregulados fondos *hedge* y los instrumentos derivados que han causado pérdidas multimillonarias.

Más precisos y prometedores, sin embargo, son los avances que se están logrando en la Unión Europea, donde la estrategia de crear un mercado financiero plurinacional e integrado ya está avanzada. El proceso de establecer regulaciones bancarias y financieras compatibles entre todos los países europeos ofrece el modelo de mayor alcance para otras regiones del mundo. Con cierta frecuencia se vienen recomendando las normas desarrolladas en España por el banco central y por algunos de los principales bancos comerciales, que aseguran una revisión constante de los riesgos y una provisión de aumentos de capital en la medida en que aumente la inestabilidad financiera.

Por encima de todo, el mayor reto para los reguladores bancarios en el futuro consistirá en vigilar a los enormes bancos globales, que han sido rescatados y que han vuelto a consolidar su dominio mundial: su falta de transparencia es notoria debido a la complejidad de sus operaciones. Ya es manifiesto que no basta con plantear que los grandes bancos deban desarrollar sus propios modelos para administrar riesgos. Esto se discutió largamente en los planes de regulación bancaria internacional conocidos como Basilea I y II, que fueron promovidos por expertos contratados por muchos bancos centrales y por el Banco Internacional de Pagos (BIS), aunque fue tardía la implementación del aumento de las razones de capital contra activos que habían sugerido.[283] De hecho, los bancos privados globales fracasaron en prever la crisis y han sufrido pérdidas nunca antes vistas en la historia. Con los instrumentos que hoy ofrece la informática, sin embargo, es factible que los reguladores públicos reciban un balance preciso y actualizado del resumen

coyuntural de información sobre las posiciones y riesgos que asumen los bancos. Pero requiere un esfuerzo enorme de trabajo homogeneizar prácticas a escala internacional e impedir que los bancos más poderosos manipulen la información. Algunas propuestas realizadas por grupos clave de investigadores ya se han publicado.[284]

Dentro de la Unión Europea, en varias cumbres de jefes de estado se han formulado propuestas complementarias para mejorar el desempeño de los bancos y aumentar la transparencia y la legalidad de las transacciones financieras internacionales. En este sentido, fueron de especial importancia los proyectos que proponían reducir el margen de maniobra y autonomía de los numerosos paraísos fiscales en los que se depositaron enormes sumas de acaudalados inversionistas y de agencias financieras que operan con casi total anonimato. Al mismo tiempo, los líderes europeos propusieron regular los contratos y comisiones de los encargados de la banca y fondos de inversión con el objetivo de reducir los peligrosos incentivos que alentaron la enloquecida especulación de años recientes. En resumen, tanto en Europa como en Estados Unidos está en proceso la revisión de algunas de las estructuras de supervisión y regulación bancaria que mostraron fallas en el pasado. No obstante, la resistencia a las reformas es feroz por parte de los grandes bancos y fondos de cobertura de Wall Street que gastan cientos de millones de dólares en tratar de convencer al Congreso en Washington de que no modifique la legislación, en especial en lo referente a las comisiones de los altos directivos bancarios.

Quizás el fenómeno que más llama la atención en la crisis contemporánea son las grandes estafas. Las protestas de decenas de miles de inversores arruinados quienes, creyendo en las promesas

de financieros inescrupulosos, colocaron sus ahorros en fondos quiméricos no pueden evadirse con facilidad. Los espectaculares fraudes realizados por Bernard Madoff (supuesto experto financiero de Nueva York) por más de 60 mil millones de dólares y aquellos impulsados por R. Allen Stanford (el banquero estafador de Texas) por más de 7 mil millones de dólares son muestra de la falta de conciencia de muchos actores de las altas finanzas pero también de la incapacidad de los organismos regulatorios en Estados Unidos (en particular la SEC) y de la facilidad con la que se ha engañado a inversionistas de todas las nacionalidades. Es evidente que habrá que obligar a los bancos centrales y a los organismos supervisores para que amplíen su capacidad de regulación respecto de todas las entidades y actores financieros. De esta manera se podrán evitar nuevas estafas de empresas fantasmas y proteger a los inversores contra aquellos financieros y banqueros interesados en fomentar la canalización de fondos hacia valores e instrumentos de alto riesgo sin una adecuada cobertura. No obstante, hasta la fecha hay pocos avances realmente significativos en este terreno.

Cambios en el sistema monetario internacional: ¿Fin del patrón dólar?

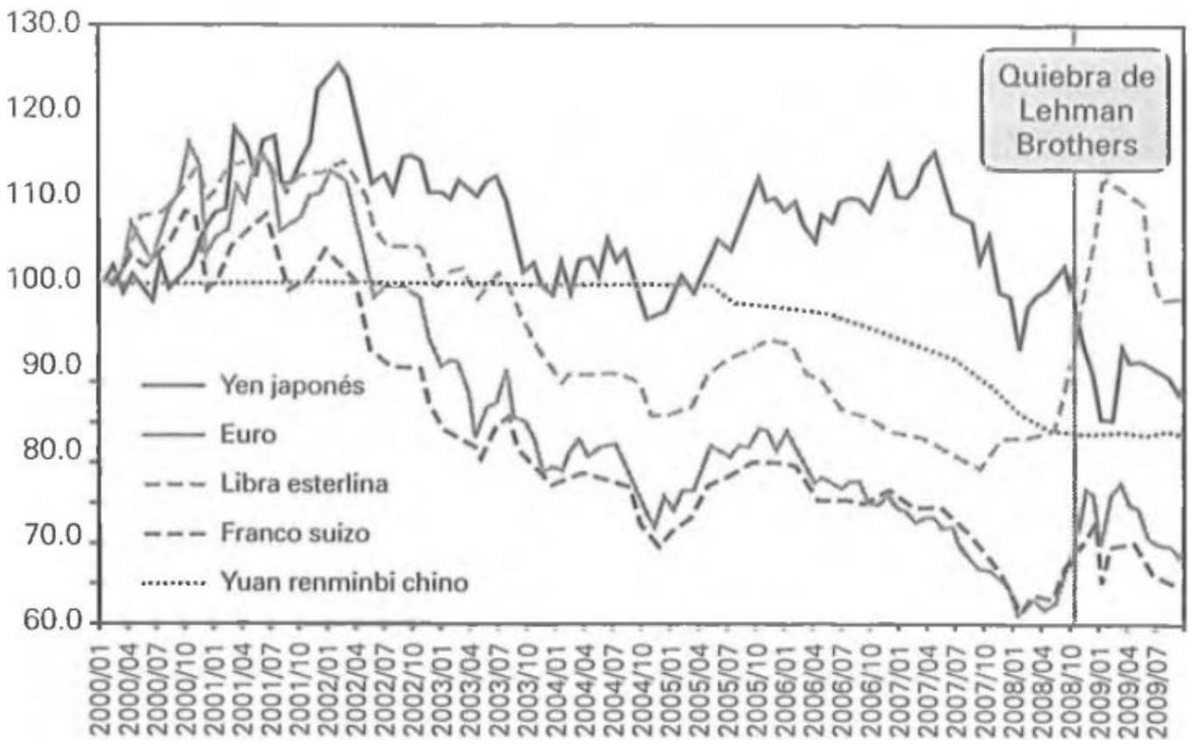
Otro gran tema de debate tiene que ver con el futuro del sistema monetario internacional. Comienza a discutirse, por ejemplo, si conviene establecer una nueva moneda universal o hasta un banco central mundial. Las conversaciones están en marcha pero llevará tiempo que produzcan resultados, ya que detrás de estos temas se esconde una fuerte pugna por determinar lineamientos fundamentales para el funcionamiento de la economía global. Las

monedas anclas de las principales potencias seguirán dominando el sistema mundial de pagos a corto y mediano plazo. El dólar, el euro y el yen han sido las monedas dominantes durante el último medio siglo y, sin duda, lo seguirán siendo durante un tiempo, pero es cada vez más claro —en especial en Asia, Medio Oriente y Sudamérica— que ya comienzan a generarse nuevos esquemas alternativos que buscan escapar de una dependencia excesiva de estas monedas hegemónicas. Por su parte, se ha propuesto que debe extenderse un mayor uso de los derechos especiales de giro (los SDR) del FMI como moneda universal.[285]

Pese a la gravedad de la situación monetaria, Estados Unidos ocupa aún un lugar de excepción en el mundo: debido a su posición como primera economía mundial, el dólar todavía es una moneda de reserva internacional y los activos financieros denominados en esta divisa siguen siendo los instrumentos favoritos de los asustados inversionistas. Esta situación posibilita y alienta a Estados Unidos a seguir emitiendo deuda para financiarse, con escasa atención de los mercados financieros a su calidad crediticia futura. Sin embargo, en la medida en que su deuda pública alcanza niveles estratosféricos, comenzarán a sentirse presiones cada vez más fuertes sobre el valor del dólar. De hecho, hace tiempo que el dólar se ha ido debilitando frente a la mayoría de las demás monedas fuertes (véase Gráfico 7.1.). Como puede observarse, la recuperación del dólar después de la crisis de 2008 fue pasajera, y desde entonces tiende a deslizarse. Es decir, la caída del dólar no parece ser ya un fenómeno coyuntural sino una tendencia que seguirá acentuándose, sobre todo mientras el incremento de la deuda pública de ese país se abulte cada vez más.

Gráfico 7.1.

Comportamiento de los tipos de cambio nominales de algunas economías frente al dólar estadounidense, 2000-2009 (2000/01=100)



Fuente: Elaboración propia con base en Bank of Korea, Economic Statistics System, http://ecos.bok.or.kr/EIndex_en.jsp (consultado el 26 de septiembre de 2009).

En Europa, la adopción y el fortalecimiento del euro han evitado que los países de esta región sufran ataques especulativos y crisis cambiarias. El Banco Central Europeo ha administrado dosis significativas de liquidez a los mercados financieros en lo peor de la crisis: desde noviembre de 2008 impulsó una baja en las tasas de interés que ha seguido manteniendo y que acompañó con medidas cuyo fin era garantizar los depósitos bancarios en cada país por montos de cientos de miles de millones de euros. En junio de 2009, el Banco Central Europeo inyectó la enorme cantidad de 680 mil millones de euros para el rescate de los sis-

temas bancarios y crediticios en el conjunto de la Unión Europea. Sin embargo, las políticas financieras y fiscales se diferencian de un gobierno a otro, lo cual implica rezagos significativos dentro de la región en temas como las estrategias para lidiar con el desempleo y la caída en la actividad productiva producidas por el derrumbe financiero. La recomendación estadounidense a Europa fue expandir la política fiscal a fin de sostener la economía, pero ésta ha generado debate e incluso rechazo. En ese sentido, la crisis mostró que era conveniente uniformar la regulación financiera y estrechar los mecanismos de representación política a fin de responder a problemáticas comunes que afectan a todos los miembros de la Unión Europea.

Debido a la incertidumbre respecto del curso de las principales monedas fuertes del mundo, numerosos países en desarrollo se preocupan por las reservas acumuladas en estas divisas en sus bancos centrales, incluso a pesar de que los mercados financieros, en medio de la crisis, han dado cierto sostén al dólar, al euro y al yen. Resulta previsible que los países en desarrollo no abandonen la acumulación de reservas como medida preventiva para proteger sus monedas contra futuros ataques especulativos y para otorgar cierta estabilidad a sus economías. Pero están conscientes de que esta política puede ser ineficiente en términos del financiamiento de su desarrollo, por lo que buscarán fórmulas alternativas que los liberen de su antigua dependencia de las clásicas "divisas fuertes".

China será sin lugar a dudas un jugador excepcional en la definición de la nueva arquitectura monetaria internacional, ya que no comparte las penurias de Occidente. El gobierno chino tiene una posición fiscal sana (su endeudamiento público alcanza tan sólo el 16% de su PIB) y cuenta con amplios recursos para estimular su economía y aminorar el desgaste provocado por la

severa caída en las exportaciones, invirtiendo en infraestructura. Del mismo modo, la generosa y barata oferta de trabajo y la amplitud del mercado interno son factores que disminuyen las repercusiones de la crisis. El principal motivo de preocupación corre por cuenta de la denominación de sus reservas. Este país ha acumulado tantos bonos del tesoro norteamericano que no puede deshacerse de ellos sin empujar su precio a la baja. Si bien el gobierno ha estimulado la inversión industrial y de infraestructura así como la demanda de consumo de su población, la economía china dependerá de la recuperación de los países del centro para crecer con rapidez. En el largo plazo, el aumento del ahorro y una menor demanda de importaciones de Estados Unidos podrían comprometer su crecimiento económico.

Habrá que preguntarse hasta qué punto algunos gobiernos de otros países en desarrollo verán la conveniencia de moverse más hacia el modelo chino de intervención gubernamental con controles de capital, tipo de cambio fuertemente intervenido y política financiera subordinada a sus objetivos de crecimiento. De lo que no hay duda es de que las múltiples crisis financieras de los años 90 demostraron a los países en desarrollo dos lecciones muy sencillas que seguirán aplicando en años venideros: (a) que conviene impulsar sus exportaciones para asegurar superávits comerciales; (b) que con las ganancias del comercio exterior deben acumular divisas fuertes para evitar ataques especulativos en contra de sus monedas. Esta combinación ha sido descrita por algunos economistas como una especie de moderno "neomercantilismo".

No obstante, y en lo que se refiere a nuevas políticas monetarias, resulta evidente que la propuesta que está cobrando mayor fuerza entre los países en desarrollo consiste en el fortalecimiento de mecanismos de *gestión regional monetaria*. En Asia, hace algunos

años que se discuten diversas fórmulas para formalizar el manejo de las políticas monetarias entre los países de la región con objeto de proporcionar apoyos puntuales a países con problemas en la balanza de pagos y de fomentar la estabilidad monetaria. Masahiro Kawai, miembro del Instituto de Investigaciones del Banco Asiático de Desarrollo, ha argumentado que el creciente grado de interdependencia de las economías de Asia oriental sugiere la conveniencia de lograr una mayor estabilidad en los tipos de cambio de sus monedas. Por este motivo se han formulado algunos acuerdos de unión monetaria regional, pero aún no son funcionales. El economista Kawai argumenta que "en la práctica, la región se sigue caracterizando por acuerdos monetarios aún muy diversos y no coordinados". De hecho, Japón y China, las dos naciones dominantes en la región, mantienen cada cual un régimen monetario de flotación libre, con ajustes estrechos a los cambios de valor del dólar en los mercados mundiales. Por ello, Kawai señala que, para lograr un acuerdo regional, se requiere que China eventualmente abandone su práctica de ajuste *de facto* al valor de dólar (*crawling peg*) y adopte un régimen monetario más flexible. A su vez, dada la limitada internacionalización del *yen* de Japón y la falta de libre flotación del *yuan* de China, el conjunto de las naciones de Asia oriental requiere crear un ancla monetaria regional sólida a través de una serie de acuerdos nacionales de metas fiscales comunes y la adopción de un sistema de canasta de monedas que incluyan el dólar, el yen, el euro y un grupo de monedas regionales.[286]

En la zona latinoamericana, y especialmente en Sudamérica, también comienzan a adoptarse medidas para llegar a acuerdos monetarios regionales. En general, en América Latina las finanzas públicas, los sistemas bancarios y los tipos de cambio de las monedas nacionales han demostrado ser mucho más sólidos que en el

pasado. Luego del primer embate de la crisis financiera mundial, los bancos centrales de varios países han podido reducir las tasas de interés y los gobiernos nacionales se han comprometido a estimular sus economías. Quizá la novedad principal en el terreno monetario sean los acuerdos que comienzan a ponerse en marcha para comenzar a salir de la esfera de gravedad del dólar y del euro en cierta cantidad de transacciones comerciales. Por ejemplo, Brasil, la Argentina y Venezuela, entre otros países, han negociado apoyos financieros con naciones fuertes como China, con base en acuerdos para saldar deudas comerciales en moneda propia y no en dólares o euros. A su vez, dentro de la comunidad de naciones de Sudamérica, en la actualidad está en proceso de discusión la posibilidad de establecer un mecanismo monetario propio que permita saldar sus deudas comerciales con base en una canasta de monedas sudamericanas e internacionales. Varias de las propuestas iniciales han sido formuladas por el economista peruano Oscar Ugarteche, a quien se le ha solicitado presentar un nuevo modelo monetario regional, que podría adoptarse en Sudamérica en el futuro.[287]

El futuro de los organismos multilaterales como el FMI y el Banco Mundial

Más allá del debate sobre el futuro del sistema monetario internacional, también existe una patente necesidad de evaluar los defectos en el funcionamiento de la arquitectura financiera internacional, especialmente en lo que se refiere a los organismos multilaterales, como el FMI y el Banco Mundial. Hace tiempo que se anunció el fin del sistema Bretton Woods y sin embargo siguen vigentes las agencias multilaterales heredadas de este. Durante el

medio siglo que siguió a la Segunda Guerra Mundial se consideró que el FMI, el Banco Mundial, el BIS y los bancos multilaterales de desarrollo constituían la esfera pública internacional del sistema bancario, que complementaba a los bancos centrales como instancias públicas de los ámbitos nacionales. Pero los bancos multilaterales no tienen el poder de regular los miles de bancos privados que navegan dentro de los mercados crediticios y de capitales nacionales e internacionales. Aún más importante, no se encuentran en condiciones de regular las actividades de los colosos contemporáneos de las finanzas globales que son unos veinte bancos de Estados Unidos, Europa y Japón. Algunos de los mayores bancos comerciales llegan a manejar un conjunto de activos que supera el millón de millones de dólares a través de millares de sucursales en decenas de países. Plantearse una regulación internacional de estos es un reto enorme que dependerá, en esencia, de la gestión de las reguladoras nacionales que tengan la influencia política requerida para lograrlo.

Desde esta y otras perspectivas se plantean múltiples dudas acerca del papel futuro y la utilidad del FMI. Esta institución ha centrado su estrategia desde hace medio siglo en vigilar las finanzas de los gobiernos de los países en desarrollo, como si fuera alternando roles como "policía" y "bombero" global. Sin embargo, el FMI fracasó reiteradamente en prevenir las mayores crisis fundamentalmente porque no se ha ocupado de vigilar las actividades internacionales de los bancos privados globales, que son los verdaderos responsables de la gestión de los flujos internacionales de capitales. Recordemos que en los años 70 los bancos privados se encargaron de endeudar a los países menos desarrollados con tal cantidad de préstamos externos que varios gobiernos en Latinoamérica, África y Asia fueron a la bancarrota. Pero el FMI no logró asegurar que los bancos centra-

les de la región contasen con reservas suficientes para enfrentar la debacle anunciada. Años más tarde, este organismo tampoco fue capaz de predecir la crisis mexicana de 1994-1995. Por el contrario, alentó a los inversores nacionales y a los bancos internacionales a participar en una orgía de especulación hasta muy poco antes de la devaluación de diciembre de 1994 y el consiguiente derrumbe del sistema financiero mexicano. Los costos por esa falta de previsión fueron enormes, ya que a México le costó años de recesión económica, la quiebra del sistema bancario y una enorme sangría financiera a la hora de devolver los préstamos de rescate proporcionados por el FMI y el Tesoro de Estados Unidos.

Por último, en las crisis asiáticas de 1997 el Fondo tampoco pudo anticipar los colapsos. No insistió lo suficiente en la necesidad de realizar profundas reformas en los sistemas bancarios locales hasta después de que comenzaron las quiebras que expusieron la complicidad entre gobierno y grupos corporativos muy poderosos en varios de los países afectados. Además, empeoró la situación después de los derrumbes en Tailandia e Indonesia cuando propuso políticas de contracción del gasto público que agudizaron las recesiones en esos países. Más recientemente, el FMI una vez más fue incapaz de impedir ni pudo moderar el extraordinario endeudamiento del gobierno argentino entre 1994 y 1999 cuando —bajo la administración corrupta de Carlos Menem— el monto de la deuda externa pasó de 70 mil millones de dólares a la increíble cifra de 140 mil millones de dólares. En otras palabras, el principal organismo financiero internacional encargado de supervisar las finanzas externas de sus países miembros alentó a la Argentina a encaminarse a una situación de endeudamiento descomunal e insostenible.

¿Cuál es entonces la funcionalidad del FMI? Es evidente que la falta de capacidad de previsión de este organismo abre un

enorme espacio para las críticas.[288] Al ser la institución financiera internacional por antonomasia, requiere una profunda reforma tanto en la manera nada transparente en la que contrata a su personal como en las reglas que la gobiernan para asegurar una mayor participación de los países en desarrollo. El secretariado del G-24, bajo la dirección del economista mexicano Ariel Buira, ha formulado varias propuestas para establecer un sistema más democrático de las cuotas de los países miembros y para dar mayor voz y voto a los países en desarrollo, que son los más poblados de la tierra.[289] No obstante, en la reunión del FMI celebrada en Estambul en septiembre de 2009, la única concesión fue ceder a estos países sólo el 5% de los votos, lo cual no indica una auténtica y fundamental voluntad de cambio.

Por su parte, el Banco Mundial también es sujeto de vivas críticas, sobre todo por la falta de consistencia y de moralidad de las políticas que aplica en Africa subsahariana, donde ha contribuido en algunos casos a mantener gobiernos corruptos y, por ende, a agudizar la situación humanitaria más desesperada del planeta.[290] En la práctica, se observa que el viejo concepto del financiamiento para el desarrollo no ha funcionado de manera adecuada, ya que durante decenios se ha destinado en especial a grandes proyectos de obras de infraestructura, cuando las más acuciantes necesidades de los países en desarrollo se encuentran en las áreas de la alimentación, la salud y la educación, así como en la promoción de pequeñas y medianas empresas. En estos terrenos los bancos de desarrollo no han cumplido de manera adecuada con las demandas esenciales de la población más pobre del planeta.

Fiscalidad y deudas a raíz de la Gran Recesión: Contradicciones globales

Debido al impacto y a la profundidad de las crisis que se registró en los países ricos, la mayoría de los países miembros de las Naciones Unidas temen que en el futuro próximo se reduzcan los apoyos financieros a las naciones y sociedades más necesitadas. El peligro es más que real debido al hecho de que los gobiernos de Estados Unidos, Europa y Japón estarán ocupados durante largo tiempo en la gestión de los programas de rescate de sus propios sistemas financieros y en el manejo cada vez más complicado de las gigantescas deudas públicas que están acumulando como consecuencia de la catástrofe de 2008.

La crisis de 2008 ha propiciado que gran número de gobiernos expandan el gasto público para reducir los efectos perniciosos de la caída en la actividad económica. Los sectores públicos no han escatimado recursos para rescatar bancos y agencias financieras, buscando restablecer la confianza en sus golpeados sistemas financieros. Al mismo tiempo, los mecanismos estabilizadores, como la seguridad social y el apoyo a desempleados en los países desarrollados, ampliarán las necesidades de las finanzas públicas. Estos grandes gastos requieren mayor cantidad de ingresos, pero la Gran Recesión de 2008 y 2009 ha provocado serias caídas en la recaudación por impuestos. La consecuencia es que los déficit públicos no tardaron en aparecer y llegaron para quedarse. La caída en la inversión privada y el empeoramiento de la situación macroeconómica obligan al Estado a endeudarse a manos llenas en contextos de coyunturas negativas.

El tamaño de las deudas que se acumularon con el fin de rescatar a los bancos no será contemplado por los contribuyentes de

Estados Unidos y Europa con beneplácito. El sacrificio fiscal será enorme aunque todavía no se conoce en detalle. A su vez, el aumento de la deuda soberana provocará cambios duraderos en las tasas de interés, en los tipos de cambio, en las primas de riesgo y en las cotizaciones de los bonos. Esta experiencia es bien conocida en países en desarrollo como México, donde el rescate de los grandes inversores y de los bancos comerciales generó enormes deudas públicas que siguen pesando sobre los contribuyentes mexicanos aún hoy, quince años después de la gran crisis iniciada en 1994. Por eso es posible que, en el futuro, los países con fuertes déficit gemelos en las finanzas públicas y en sus cuentas externas (como Estados Unidos y el Reino Unido) se vean tentados a depreciar el valor de sus monedas y a desatar un cierto grado de inflación para reducir el valor real de sus deudas en perjuicio de sus acreedores.

Si bien luego de las sucesivas reuniones del G-20 en noviembre de 2008 y en abril de 2009 se anunció que el grueso de los recursos de emergencia estaban destinados a gastarse "en casa", es decir, dentro de los países ricos, se produjeron algunos anuncios que indican que existe preocupación por el destino de los países en desarrollo (que representan nada menos que el 80% de la población mundial). En particular, el compromiso de aumentar los recursos del FMI es síntoma de una preocupación por contribuir a la estabilidad financiera de países que enfrentan problemas en sus balanzas de pagos. Pero el escenario para aumentar las transferencias de fondos para el desarrollo de las naciones del Norte a los países del Sur no es alentador. Los países de la periferia enfrentarán problemas serios para financiarse en los mercados debido a la aversión que existe al riesgo de los inversionistas internacionales y a las enormes deudas colocadas por los gobiernos de los países desarrollados.

Los gobiernos de los países más pobres podrían incluso recortar sus gastos ante una caída en sus ingresos y el aumento del peso del servicio de sus deudas, que siguen siendo gigantes. Con todo, esta época marca una fuerte redefinición del papel del Estado en la economía. Asistimos a un retorno en las políticas fiscales y monetarias expansivas. Ante un panorama incierto y la falta de instituciones financieras internacionales con poderes y recursos suficientes para actuar, los gobiernos nacionales se han convertido en baluartes de una estabilidad que escasea.

De hecho, una de las consecuencias más llamativas del colapso de 2008 es la toma de conciencia de que el futuro de la globalización financiera y de su marco regulatorio es ahora responsabilidad de los gobiernos. Especialmente importante es la responsabilidad del G-20, ya que se ha constituido en el foro de mayor proyección en la política mundial y señala la búsqueda de un nuevo equilibrio de poderes entre países más avanzados y países en desarrollo. Existe, por lo tanto, una ventana de oportunidad para redefinir el papel de los gobiernos en el funcionamiento de las finanzas y del capitalismo.[291] Pero no es una ventana de larga duración —ya que es probable que se cierre una vez que haya una recuperación mundial sólida y sostenida—, por lo que es importante aprovechar el momento para llevar a cabo reformas importantes.

Sin duda, una de las prioridades para futuras transformaciones es el establecimiento de un nuevo marco regulatorio que asegure la estabilidad bancaria y financiera sin frenar en exceso el dinamismo de los mercados. Es igual de fundamental la ratificación de estrategias coordinadas para contener situaciones de inestabilidad que puedan generar crisis sistémicas. Pero no menos importante es el fortalecimiento de un concepto de equidad que permita que todos los países tengan la oportunidad de mejorar su

situación y que no se discrimine el acceso a las fuentes de financiamiento requeridas para lograr un desarrollo sustentable. Caso contrario, seguirá ahondándose la divergencia económica entre naciones que se acompaña de una distribución desigual del ingreso. Con este fin es de vital importancia discutir nuevos caminos, más atentos a los reclamos de la inmensa población de bajos ingresos del planeta. Esto tiene una relación clara con el programa fijado por las Naciones Unidas en los Objetivos del Milenio, que proyecta el establecimiento de metas claves que deben alcanzarse para el año 2015 en lo que se refiere a la consolidación de redes de seguridad mundiales en alimentación, educación y salud. Estas metas son avaladas por diversos foros internacionales, entre los cuales destaca —como ya hemos subrayado— la Comisión de expertos en finanzas de las Naciones Unidas, encabezada por el premio Nobel Joseph Stiglitz.[292] Su primer reporte, presentado el 21 de mayo de 2009, fue seguido por un primer debate mundial en Nueva York, a fines de junio del mismo año, y no hay duda de que continuará siendo foco de discusiones y propuestas innovadoras respecto de las futuras reformas financieras necesarias a nivel mundial.

En este contexto, nosotros opinamos que en la actualidad es importante considerar la relación entre el marco político y el social de las finanzas. El colapso de 2008 ha demostrado de manera dramática que los mercados financieros no pueden sobrevivir al margen de su relación con el Estado y que requieren de un complejo marco regulatorio como consecuencia de su inherente inestabilidad. Pero tampoco debe olvidarse el componente social de los mercados financieros, ya que éstos no operan de manera independiente de la sociedad en la que se desarrollan. Por su parte, los bancos, compañías de seguros, bolsas y mercados inmo-

biliarios no actúan en una suerte de limbo, sino en un complejo contexto social. Hoy en día, la mayoría de los ciudadanos del mundo usan el sistema financiero o dependen indirectamente de él, lo cual debiera incitarlos a un mejor conocimiento de sus mecanismos y dinámicas, en especial en lo que se refiere a su funcionamiento cotidiano. En suma, la educación financiera es algo que debe estimularse, particularmente cuando golpean las crisis.

En este sentido, cabe sugerir que el debate actual sobre las nuevas regulaciones de los sistemas financieras debe vincularse con las prioridades de las necesidades fundamentales de la humanidad, en su conjunto. Las reformas que se proponen, por ejemplo, para mejorar la capacidad de la banca central en la regulación y supervisión financiera no sólo deben asegurar una mayor estabilidad al sistema económico, sino que deben apuntar a un necesario cambio de paradigma para enfrentar los desafíos que nos presenta el mundo contemporáneo. Es manifiesto que a nivel global son prioritarios no sólo una senda hacia cierto equilibrio en los mercados financieros sino también mejoras mucho mayores en las variables fundamentales de la población de todas las naciones, la salud, la educación, la alimentación, la erradicación de la pobreza, así como la adopción de modelos de desarrollo sustentables con profundo respeto por el equilibrio ecológico en el planeta. Las grandes crisis financieras de la historia del capitalismo del último siglo y medio nos hablan del peligro inmanente de que surjan nuevos y profundos desequilibrios en la economía y en la sociedad que afecten el destino de los seres humanos. En suma, quizás una de las principales lecciones de la historia global sea que nos insta a dirigir nuestra mirada no sólo al pasado sino a la urgencia de discutir más a fondo los retos imperativos del futuro.

Notas

[1] Robert J. Barro y José F. Ursúa, "Stock Market Crashes and Depressions", National Bureau of Economic Research, Working Paper N° 14760. http://www.nber.org/papers/w14760.

[2] Uno de los estudios comparativos clásicos de las crisis financieras es sin duda el de Charles Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Nueva York, Basic Books, 1978.

[3] Niall Ferguson, *The Pity of War: Explaining World War I*, Nueva York, Basic Books, 1998.

[4] Charles Kindleberger, *The World in Depression, 1929-1939*, Berkeley, University of California Press, 1973.

[5] Un punto de referencia para comparaciones históricas es la obra de Michael Bordo, Claudia Goldin y Eugene White, *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*, Chicago, University of Chicago Press, 1998.

[6] Véase el sitio web del presente libro http://www.historiadelascrisis.com/, para detalles de publicaciones electrónicas y bibliografía sobre el tema.

[7] Para una discusión reciente véase Gonzalo Fernández de Córdoba y Timothy J. Kehoe, "La Crisis Financiera Actual: ¿Qué debemos aprender de las Grandes Depresiones", Junta de Andalucía, Proyecto de Excelencia P07-SEJ-02479, con traducción al inglés publicado por Federal Reserve Bank of Minneapolis, Research Department Staff Report 421, febrero de 2009, en web.usal.es/~gfdc y en www.econ.umn.edu/~tkehoe.

[8] Guillermo de la Dehesa, *La primera gran crisis financiera del siglo XXI: orígenes, detonantes, efectos, respuestas y remedios*, Madrid, Alianza, 2009.

[9] Véase el magnífico estudio y diagnóstico realizado recientemente por un grupo de cinco expertos que han reflexionado sobre algunas de las lecciones de la crisis financiera contemporánea: Markus Brunnermeier, Andrew Crocket, Charles Goodhart, Avinash D. Persaud y Hyum Shin, *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva International Center for Monetary and Banking Studies y CEPR, Geneva Reports on the World Economy, N° 11, julio de 2009.

[10] Bordo, Michael y Barry Eichengreen, "Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization", National Bureau of Economic Research, Working Paper N° 8716, http://www.nber.org/papers/w8716.

[11] Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff ,"Banking Crises: An Equal Opportunity Menace", National Bureau of Economic Research, Working Paper N° 14587, diciembre de 2008.

[12] Christian Suter, *Debt Cycles in the World-Economy: Foreign Loans, Financial Crises, and Debt Settlements, 1820-1990*, Boulder, Colorado, Westview, 1992.Véase también un enfoque similar en Carlos Marichal, *Historia de la deuda externa de América Latina*, Madrid, Alianza, 1992.

[13] John Kenneth Galbraith, *El crac del 29*, Barcelona, Ariel, 1972, p. 9.

[14] Existe una gran cantidad de ensayos y reseñas de libros sobre la historia bancaria y financiera de esta época en la revista especializada *Financial History Review*, que publica Cambridge University Press desde 1994.Véase el índice de artículos en el sitio: http://journals.cambridge.-org/action/displayJournal?jid=FHR.

[15] Investigadores de nuestros días han estudiado estas tempranas crisis financieras del capitalismo decimonónico para compararlas con aquellas que tuvieron lugar un siglo después (durante los años 90) en los "mercados emergentes". Algunos sostienen que la globalización de fines del siglo XIX fue tan extensa y volátil como la actual, mientras que otros argumentan que la globalización económica contemporánea es bastante más profunda que hace un siglo. Un excelente ensayo con abundantes referencias bibliográficas es el de Michael Bordo y Barry Eichengreen, "Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization", *op. cit.*

[16] El análisis de la crisis de 2008 revela la persistencia de estos mecanismos, que nos hablan de la relación que existe entre los problemas de liquidez, solvencia y desequilibrio en las cuentas de los bancos de sus activos y pasivos, como se ve en la sofisticada discusión que se presenta en Markus Brunnermeier (*et al.*), *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, *op. cit.*, pp.13-15.

[17] Para más detalles véase el estudio de Charles Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes*, *op. cit.*

[18] El estudio pionero más citado sobe la crisis de 1866 en Barcelona fue el de Nicolás Sánchez Albornoz, *España hace un siglo. Una economía dual*, Madrid, Alianza, 1977, Cap. 7.

[19] C. Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes*, *op. cit.*, especialmente el Cap. 1.

[20] Se redujo el número de sociedades que cotizaban en la bolsa de Viena de 875 en 1873 a 411 en 1879; al mismo tiempo, se redujo el número de bancos austríacos de 141 a 45, véase M. Sokal y O. Rosenberg, "The Banking System of Austria", en H. Parker Willis (ed.), *Foreign Banking Systems*, Nueva York, 1929, pp.106-109. Para un ensayo más reciente que confirma la gravedad de la crisis en Austria véase Max-Stephan Schulze, "The Machine-Building Industry and Austria's Great Depression after 1873", en *The Economic History Review*, New Series, Vol. 50, N° 2, mayo de 1997, pp. 282-304.

[21] Dos estudios clásicos que analizaron la caída de los precios internacionales desde los años 70 son el de Clement Juglar, *Des Crises Commerciales*, París, Guillaume et Cie, 1862, pp. 390-433, y el de Willard Long Thorp, *Business Annals*, Nueva York, National Bureau of Research 1926, pp.167-168, 189-190, 207-208.

[22] Robert Giffen, editor del *Economist*, era uno de los analistas financieros más respetados de la época. Véase Robert Giffen, "The Liquidations of 1873-1876", en *Economic Inquiries and Studies*, Londres, 1904, Vol. I, pp. 98-120. Para la interpretación de estos conceptos véase el trabajo de Joseph Schumpeter, *Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, Nueva York, McGraw Hill, 2 vols. 1939.

[23] Elmus Wicker, *Banking Panics of the Gilded Age*, Cambridge

University Press, 2000. Véase especialmente el Cap. 2: "The Banking Panic of 1873", pp. 16-33.

[24] John Turner Walton Newbold, "The Beginning of the World Crisis, 1873-1896", *Economic History*, Londres, enero de 1932, p. 439.

[25] Alessandro Polsi, *Alle origini del capitalismo italiano. Stato, banche e banchieri dopo l'Unità*, Turín, Einaudi Editores, 1993, pp.167-176, y véase también el apéndice al final del libro.

[26] Una excelente historia de la bolsa en Bélgica que además proporciona abundante bibliografía complementaria es la obra de Geert De Clercq (coord.), *A la Bourse: Histoire du marché des valeurs en Belgique de 1300 à 1990*, Bruselas, Editorial Duculot, 1992.

[27] William F. Sater, "Chile and the World Depression of the 1870's", *Journal of Latin American Studies*, mayo de 1979, pp. 67-99.

[28] Juan Bautista Alberdi, *Estudios Económicos. Interpretación económica de la historia política argentina y sudamericana*, Buenos Aires, 1916, p. 51. Otros autores argentinos que también escribieron estudios detallados sobre la crisis de 1873 en ese país incluyen a tempranos economistas tan diversos como Francisco Balbín, Rufino Varela y Octavio Garrigós.

[29] Para información detallada sobre los préstamos a los gobiernos latinoamericanos entre 1850 y 1873 y las subsiguientes suspensiones de pagos véase Carlos Marichal, *Historia de la deuda externa de América Latina*, *op. cit.*, Cap. 3.

[30] El testimonio de Rothschild se encuentra en "Loans to Foreign States", *Parliamentary Papers: Reports from Committees*, Vol. XI, Londres, 1875, p. 266.

[31] Carlos Marichal, *Historia de la deuda externa de América Latina*, *op. cit.* pp., 102-108.

[32] Véase Sevket Pamuk, *The Ottoman Empire and European Capitalism, 1820-1913*, Londres, Cambridge University Press, 1987, pp. 59-62; y Christopher Clay, *Gold for the Sultan: Western Bankers and Ottoman Finance, 1856-1881*, Londres y Nueva York: I.B. Tauris Publishers, 2000.

[33] Sobre las finanzas de Egipto en esa época véase David Landes, *Bankers and Pashas, International Finance and Economic Imperialism in Egypt*, Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press, 1979; y

Jean Bouvier, "Les intérêts financiers et la question d'Egypte, 1875-1876", en *Revue Historique*, N° 224, 1960, pp. 75-104.

[34] La literatura histórica sobre el patrón oro es vasta. Un estudio clásico es el de Arthur I. Bloomfield, *Monetary Policy under the International Gold Standard, 1880-1914*, Nueva York, Federal Reserve Bank, 1959. Un excelente estudio histórico comparativo es el realizado por Michael D. Bordo y Anna J. Schwartz (eds.), *A Retrospective on the Classical Gold Standard*, Chicago, University of Chicago Press, 1984. Una antología de gran utilidad es la de Barry Eichengreen y Marc Flandreau (eds.), *The Gold Standard in Theory and History*, Londres, Routledge, 1997.

[35] Para un panorama más informativo véase Lawrence Officer, "Gold Standard", EH.Net Encyclopedia, edited by Robert Whaples, 26 de marzo de 2008. http://eh.net/encyclopedia/article/officer.gold.standard.

[36] Marc Flandreau, *The Glitter of Gold: France, Bimetallism and the International Gold Standard, 1848-1873*, Nueva York, Oxford University Press, 2004. Luca Einaudi, *Money and Politics: European Monetary Unification and the International Gold Standard, 1865-1873*, Nueva York, Oxford University, 2001.

[37] Véase el artículo "Depreciation of the Price of Silver", *Bankers Magazine*, Londres, febrero de 1877, pp. 580-585. Allí se señala que el precio de la plata había comenzado a declinar en 1867, desvalorizándose en un 12% hacia 1872 y en un 20% hacia 1876.

[38] Véase la introducción en la obra de Pablo Martín Aceña y Jaime Reis (eds.), *Monetary Standards in the Periphery: Paper, Silver and Gold, 1854-1933*, Londres, St. Martin's Press, 2000, p. 3.

[39] Youssef Cassis, *Capitals of Capital: A History of International Financial Centres, 1780-2005*, Cambridge, Cambridge University Press, 2006, Cap. 3.

[40] Véase el ensayo de Michael Bordo y Hugh Rockoff, "The Gold Standard as a Good Housekeeping Seal of Approval", *Journal of Economic History*, 1996, pp. 389-428.

[41] Maurice Obstfeld y Alan M. Taylor, "Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870-1913 versus 1925-1931", Center for International and Development Economic Research, Berkeley, University of California. http://repositories.edlib.or.iber/cider/C02-

125. Asimismo, véase Paolo Mauro, Nathan Sussman y Yishay Yafeh, *Emergining Markets and Financial Globalization: Sovereign Bond Spreads in 1870-1913 and Today*, Nueva York, Oxford University Press, 2006.

[42] Citado en *The South American Journal*, 19 de febrero de 1880.

[43] Jaime Reis, "An Art not a Science?: Central Bank Management in Portugal Under the Gold Standard, 1854-1891", Bank of Portugal, Economic Research Department, Working Paper, WP 6-02, 2002.

[44] Para dos brillantes análisis véase Michael Bordo y Christopher M. Meissner (2006), "Financial Crises, 1880-1913: The Role of Foreign Currency Debt" y Luis Catao, "Sudden Stops and Currency Drops: A Historical Look", ambos ensayos publicados en Sebastian Edwards, Gerardo Esquivel, Graciela Márquez, (eds.), *Growth, Institutions, and Crisis: Latin America from a Historical Perspective*, National Bureau of Economic Research/University of Chicago, 2007.

[45] Véanse los detalles en Carlos Marichal, *Historia de la deuda externa de América Latina*, *op. cit.*, Cap. 5.

[46] Varias monografías puntuales demuestran esto en el caso de la Argentina, pero esta problemática no era singular sino bastante común en otros países de la periferia. Véase Luis Catao, "Sudden Stops and Currency Crises: The Periphery in the Classical Gold Standard", Research Department, Internacional Monetary Fund, 12 de noviembre de 2004.

[47] Los trabajos del historiador económico Roberto Cortés Conde explican los problemas monetarios subyacentes. Véase su libro: *Dinero, deuda y crisis: evolución fiscal y monetaria en la Argentina, 1862-1890*, Buenos Aires, Sudamericana, 1989.

[48] Kris James Mitchener y Marc D. Weidenmier, "The Baring Crisis and the Great Latin American Meltdown of the 1890's", JEL Codes: N2, F34, G15.

[49] Por ejemplo, Barry Eichengreen, "The Baring Crisis in a Mexican Mirror," en Barry Eichengreen, *Capital Flows and Crises*, Cambridge, Massachusetts, MIT Press, 2004, pp. 187-213.

[50] Gail Triner y Kirsten Wandschneider, "The Baring Crisis and the Brazilian Encilhamento, 1889-1891: An Early Example of Contagion among Emerging Markets", en *Financial History Review*, Vol. 12, octubre de 2005, pp. 199-226.

[51] Pablo Martín Aceña, "Episodios bancarios en España: las crisis de 1881-82 y 1913-1914" en C. Lida y J. A. Piqueras, comps, *Impulsos e inercias del cambio económico: ensayos en honor a Nicolás Sánchez Albornoz*, Valencia, Biblioteca Historia Social, 2004, pp. 103-105.

[52] El estudio más detallado es el del historiador financiero Elmus Wicker, *Banking Panics of the Gildd Age*, Nueva York, Cambridge University Press, 2000.

[53] *Ibid.*, Cap. 4.

[54] Para un artículo panorámico con abundante bibliografía y una síntesis de las interpretaciones principales véase David Whitten, "Depression of 1893", EH.Net Encyclopedia, edited by Robert Whaples, 14 de agosto de 2001. http://eh.net/encyclopedia/article/whitten.panic.1893.

[55] *Semana Mercantil*, México, N° 29, 17 de julio de 1893, pp. 340-341.

[56] La complejidad y ambigüedad de la reforma monetaria mexicana de 1905 se describe en Ricardo Torres Gaytán, *Política monetaria mexicana*, México, Facultad de Economía, UNAM, 1944, Cap. 3. (Versión facsimilar impresa en 2001.)

[57] La experiencia de los países latinoamericanos fue muy variada. Por ejemplo, la Argentina estuvo en un patrón de cambio oro en los años 1867-1876, 1883-1884 y 1900-1913; en los demás periodos tuvo un patrón papel, dirigido con el objetivo de reestablecer la convertibilidad. Gerardo Della Parlera, "Experimentos monetarios y bancarios en la Argentina, 1861-1930", *Revista de Historia Económica*, Madrid, Vol. XII, N° 3, 1994, pp. 539. Chile estuvo en el patrón oro entre 1895 y 1989 pero luego lo abandonó. Brasil adoptó el patrón oro entre 1888 y 1891 y luego el patrón de cambio oro entre 1905 y 1913. Véase P. Aceña y J. Reis (eds.), *Monetary Standard in the Periphery: Paper, Silver and Gold, 1854-1933*, *op. cit.*, *passim*.

[58] Las cifras de Paul Bairoch, *Economics and World History*, Nueva York, Harvester, 1993, son similares a las de Angus Maddison, *Las fases del desarrollo capitalista: Una historia económica cuantitativa*, El Colegio de México/Fondo de Cultura Económica, 1986.

[59] Una de las fuentes más importantes es Irving Stone, *The Global Export of Capital from Great Britain, 1865-1914: A Statistical Survey*, Nueva York, St. Martin's Press, 1999.

[60] Milton Friedman y Anna Jacobson Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton, National Bureau of Economic Research/Princeton University Press, 1963, pp. 47-53.

[61] Robert F. Bruner y Sean D. Carr, *The Panic of 1907: Lessons Learned from the Market's Perfect Storm*, Hoboken, New Jersey, John Wiley and Sons, 2007.

[62] Franco Bonelli, *La crisi de 1907: Una tappa dello sviluppo industriale in Italia*, Turín, Einaudi Foundation, 1971.

[63] Michael Bordo, Hugh Rockoff y Angela Reddish, "A Comparison of the Stability and Efficiency of the Canadian and American Banking Systems, 1870-1925", *Financial History Review*, Vol. 3, N°1, abril de 1996, p. 60.

[64] Carlos Marichal y Paolo Riguzzi, "Bancos y banqueros europeos en México, 1864-1933", en Sandra Kuntz y Horst Pietschmann (eds.), *México y la economía atlántica*, México, El Colegio de México, 2006, pp. 224-225.

[65] John Maynard Keynes, "War and the Financial System, August 1914", *The Economic Journal*, 1914.

[66] Marcello de Cecco, *Money and Empire: The International Gold Standard, 1890-1914*, Oxford, Basil Blackwell, 1974.

[67] William L. Silber, *When Washington Shut Down Wall Street: The Great Financial Crisis of 1914 and the Origin's of America's Monetary Supremacy*, Princeton, New Jersey, Princeton University Press, 2007.

[68] Para un resumen bibliográfico véanse las referencias al final de este libro.

[69] La amplia difusión dada por los informes de médicos españoles hizo que se la llegara a conocer como "gripe española".

[70] La pandemia segó la vida de ignotos y de famosos: entre estos últimos se incluyeron el sociólogo Max Weber, el poeta Guillaume Apollinaire, el primer ministro de Sudáfrica, Louis Botha, entre otros. El propio presidente de Estados Unidos, Woodrow Wilson, sufrió un ataque de la enfermedad cuando estaba en Francia en la Conferencia de Versailles, pero se recuperó rápidamente. Para información científica sobre esa epidemia de influenza véase la revista *Science*, Vol. 310, N° 5745, 7 de octubre de 2005, pp. 77-80.

[71] R. H. Tawney, "The Abolition of Economic Controls, 1918-1921", *The Economic History Review*, Vol. 13, 1943, pp. 1-30.

[72] Elmus Wicker, "A Reconsideration of Federal Reserve Policy During the 1920-1921 Depression", *The Journal of Economic History*, Vol. 26, N° 2, 1966, pp. 223-238.

[73] Jeffrey Frieden, *Global Capitalism: Its Fall and Rise in the Twentieth Century*, Nueva York, Norton, 2006, p. 135.

[74] Para una visión integral de un gran historiador véase el estudio monumental de Gerald Feldman, *The Great Disorder. Politics, Economics and Society in the German Inflation, 1914-1924*, Nueva York, Oxford University Press, 1997.

[75] Un excelente estudio contemporáneo es el de Constantine F. McGuire y Harold G. Moulton, *Germany's Capacity to Pay*, Nueva York, McGraw Hill, 1923.

[76] Para una síntesis magistral véase Barry Eichengreen, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Nueva York, Oxford University Press, 1995, pp. 127-134.

[77] *Ibid*, p. 141.

[78] *Ibid*, p. 135.

[79] William Withers, *The Retirement of National Debts: The Theory and History since the World War*, Nueva York, Columbia University, 1932, p. 102.

[80] Barry Eichengreen, *Golden Fetters*, *op. cit.* p. 147.

[81] Stephen A. Shucker, "American Reparations to Germany, 1919-1933", *Princeton Studies in International Finance*, N° 61, julio de 1988.

[82] Kenneth Mouré, *The Gold Standard Illusion: France, The Bank of France and the International Gold Standard, 1914-1939*, Nueva York, Oxford University Press, 2002.

[83] Para datos sobre las deudas públicas véase William Withers, *The Retirement of National Debts*, *op. cit.*, *passim*.

[84] Para más detalles véase Kenneth Mouré, *The Gold Standard Illusion*, *op. cit.*

[85] Las estimaciones más completas son las de Barbara Stallings, *Banker to the Third World: U.S. Portfolio Investment in Latin America, 1900-1986*, Berkeley, University of California Press, 1987, apéndice 1.

[86] Sobre las misiones de Kemmerer en los países andinos véase Paul Drake, *The Money Doctor in the Andes: The Kemmerer Missions, 1923-1933*, Londres, Duke University Press, 1989.

[87] Los bancos oficiales de Brasil y de la Argentina mantenían políticas sofisticadas para el sostén de la tasa de cambio mediante acuerdos con las respectivas cajas de convertibilidad. El tema es importante para la comprensión de la historia monetaria y bancaria de esos países. Pueden verse algunos ensayos al respecto en V. Bulmer Thomas, J. Coatsworth, R. Cortes Conde (eds.), *Economic History of Latin America*, Cambridge University Press, 2006, Vol. 2. También resulta de utilidad la obra de Derek H. Aldcroft y Michael J. Oliver, *Exchange Rate Regimes in the Twentieth Century*, Cheltenham, Edward Elgar, 1998.

[88] U. S. Senate, *Sale of Foreign Bonds*, 1931, pp. 1606-1607.

[89] Ranald Michie, *The London Stock Exchange: A History*, Nueva York, Oxford University Press, 1999, pp. 256-271.

[90] Éric Bussière y Pierre de Longuemar, *Paribas, 1872-1992: Europe and the World*, Amberes, Fonds Mercator, 1992, Cap. 4; y Hubert Bonin, *La Banque de l'Union parisienne, 1874-1974: histoire de la deuxième grande banque d'affaires française*, París, Editions Plage, 2001, Cap. 9.

[91] Que la situación alemana no era tan favorable se puede confirmar en Harold James, *The German Slump: Politics and Economics, 1924-1936*, Nueva York, Oxford University Press, 1989; y en Theo Balderston, *The Origins and Course of the German Economic Crisis, November 1923 to May 1932*, Berlín, Haude & Spener, 1993.

[92] Eugene White, "Bubbles and Busts: the 1990's in the Mirror of the 1920's", National Bureau of Economic Research, Working Paper Nº 12138, marzo de 2006. http://www.nber.org/papers/w12138.

[93] Eichengreen, *Golden Fetters*, *op. cit.*, pp. 210-216, obra que utiliza los archivos de Norman para reconstuir las relaciones entre los bancos centrales en 1927 y 1928.

[94] Eichengreen, *Golden Fetters*, *op. cit.*, pp. 216-217. En este pasaje explica que los bancos centrales, en especial el Banco de Inglaterra, se vieron obligados a aumentar las tasas de interés en 1928 para atraer capitales y oro que ayudaría a equilibrar las balanzas de pagos.

[95] Cleona Lewis, *America's Stake in International Investments*, Nueva York, 1938, pp. 617-634.

[96] Geert De Clercq, *A la Bourse*, *op. cit.*, p. 249.

[97] Un excelente resumen estadístico de las tendencias del comercio

mundial se encuentra en C. Kindleberger, *The World in Depression, 1929-1939*, *op. cit.*, pp. 124-127, 172.

[98] Por ejemplo, Eugene N. White, "The Stock Market Boom and Crash Revisited", en *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 3, N° 2, 1990, p. 120.

[99] Milton Friedman y Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, 1963. Véase especialmente el Cap. 7 titulado "The Great Contraction, 1929-1933".

[100] Peter Temin, *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?*, Nueva York, Norton, 1976; y del mismo autor, *Lessons from the Great Depression*, Cambridge, Massachusetts, MIT Press, 1989.

[101] Ben S. Bernanke, *Essays on the Great Depression*, Princeton, Princeton University Press, 2000, p. 42.

[102] Véase el excelente ensayo "The Great Depression" de Christina Romer en *Enciclopedia Británica*.

[103] Elmus Wicker, *The Banking Panics of the Great Depression*, Cambridge University Press, 1996.

[104] Para detalladas investigaciones véase John R. Walter, "Depression-Era Bank Failures: The Great Contagion or the Great Shakeout", Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Quarterly*, Vol. 91, N° 1, 2005. http://ideas.repec.org/a/fip/fedreq/y2005iwinp39-54nv.91no.1.html. También Gary Richardson, "Bank Distress during the Great Depression: The Illiquidity-Solvency Debate Revisted", National Bureau of Economic Research, Working Paper N° 12717, diciembre de 2006. http://www.nber.org/papers/w12717.

[105] Forrest Capic, Terence Mills y Geoffrey Word, "What Happened in 1931", en Forrest Capie y Geoffrey Woods (eds.), *Financial Crises and the World Banking System*, Londres, Macmillan, 1986, pp. 120-148.

[106] Para más detalles véase la excelente monografía de Aurel Schubert, *The Credit-Anstalt Crisis of 1931*, Cambridge University Press, 1991. Fundado a mediados del siglo XIX por la familia Rothschild, el Österreichische Credit- Anstalt für Handel und Gewerbe se convirtió en el mayor banco de Austria y Hungría. Se declaró en bancarrota el 11 de mayo de 1931 y fue rescatado parcialmente por el Österreichische Nationalbank y se fusionó con otro

banco, el Wiener Bankverein, cambiando su nombre a Creditanstalt-Bankverein.

[107] Theo Balderston, "The Banks and the Gold Standard in the German Financial Crisis of 1931", *Financial History Review*, Vol. 1, N° 1, abril de 1994, pp. 43-68.

[108] Para más información véase Harold James, "The Causes of the German Banking Crisis of 1931", *Economic History Review*, Vol. 37, N° 1, 1984, pp. 68-87.

[109] Barry Eichengreen y Douglas A. Irwin, "The Slide to Protectionism in the Great Depression: Who Succumbed and Why?", National Bureau of Economic Research, Working Paper N° 15142. http://www.nber.org/papers/w15142.

[110] Barry Eichengreen, *Golden Fetters, op. cit., passim.*

[111] Maxwell Stewart, "The Inter-Allied Debt: An Analysis", en *Foreign Policy Association Reports*, 28 de septiembre de 1932, pp. 172-183.

[112] Roosevelt estableció el precio del dólar a $35 por onza de oro, pero creó barreras para la venta de las reservas de oro al exterior: Eichengreen, *Golden Fetters, op. cit.*, pp. 348-350.

[113] J. Bradford De Long, "Liquidation Cycles: Old Fashioned Real Business Cycle Theory and the Great Depression", National Bureau of Economic Research, Working Paper N° 3546, diciembre de 1990.

[114] John H. Wood, *A History of Central Banking in Great Britain and the United States*, Cambridge University Press, 2005, pp. 191-193.

[115] Christian Stögbauer y John Komlos, "Averting the Nazi Seizure of Power: A Counterfactual Thought Experiment", *European Review of Economic History*, 8, agosto de 2004, pp. 173-199.

[116] Gabriel Tortella, *La revolución del siglo XX*, Madrid, Taurus, 2000, pp. 189-190.

[117] Una síntesis de la gestión de Schacht y de las políticas económicas cada vez más orientadas a la autarquía se encuentra en el libro ya citado de Jeffrey Frieden, *Global Capitalism, op. cit.*, Cap. 9.

[118] Un estudio clásico es el de Charles Kindleberger, *The World in Depression, 1929-1939, op. cit.*

[119] Gabriel Palma, "From an Export-led to an Import-substituting

Economy: Chile, 1914-1939", en Rosemary Thorp, (ed.), *Latin America in the 1930's*, Nueva York, St. Martin's Press, 1984, pp. 64 y 73.

[120] Rosemary Thorp y Carlos Londoño, "The Effect of the Great Depression on the Economies of Peru and Colombia", en Rosemary Thorp, (ed.), *Latin America in the 1930's*, *op. cit.*, p. 95.

[121] Entre los trabajos comparativos de las crisis en el largo plazo hay que destacar los de Michael Bordo, quien desde hace un cuarto de siglo ha estado insistiendo en la importancia de usar las series de tiempo largas y comparar las causas, características e intensidad de las crisis bancarias, bursátiles, cambiarias y de deuda. Otro excelente ejemplo de esta corriente de análisis, que combina teoría económica con historia financiera, son los múltiples ensayos de economistas como Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff publicados en 2007 y 2008 sobre las crisis financieras en el largo plazo, trabajos que pueden consultarse fácilmente en Internet. Véanse referencias bibliográficas en nuestra página web: Http://www.historiadelascrisis.com/.

[122] De hecho, se denominó Conferencia Monetaria y Financiera de las Naciones Unidas aun cuando la ONU todavía no existía. Paul Volcker señala que, para plantear una reforma del sistema monetario internacional, era, paradójicamente, una ventaja que se tratara de un momento de guerra porque los mercados financieros estaban casi congelados: Paul Volcker y Toyoo Gyhoten, *Changing Fortunes: The World's Money and the Threat to American Leadership*, Random House, 1992.

[123] Véase el sitio web del libro http://www.historiadelascrisis.com/, para detalles de publicaciones electrónicas y bibliografía sobre el tema.

[124] Víctor Urquidi, quien asistió a la reunión de Bretton Woods en representación de México, había publicado dos excelentes artículos sobre las propuestas de White y Keynes en *El Trimestre Económico* en 1943, México, N°s 37 y 38.

[125] Sobre los orígenes del FMI véase la historia oficial de Harold James, *International Monetary Cooperation since Bretton Woods*, Oxford, IMF/Oxford University Press, 1996.

[126] Eric Helleiner, "Reinterpreting Bretton Woods: International Development and the Neglected Origins of Embedded Liberalism", en *Development and Change*, Vol. 37 N° 5, 2006, pp. 943-967.

[127] Existen numerosos trabajos que describen los resultados de Bretton Woods, entre ellos, Michael Bordo y Barry Eichengreen, (eds.), *A Retrospective on Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*, Chicago, Universty of Chicago Press, 1993.

[128] Una descripción detallada de la crisis de la libra esterlina en 1947 se encuentra en la obra de Alec Carincross y Barry Eichengreen, *Sterling in Decline*, Oxford, Blackwell, 1983.

[129] Ranald Michie, *The Global Securities Market: A History*, Nueva York, Oxford University Press, 2006, p. 275.

[130] R.I. McKinnon, "The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective", *Journal of Economic Literature*, Vol. 31, pp. 1-44.

[131] Robert Solomon, *The International Monetary System 1945-1976: An Insider's View*, Nueva York, Harper and Row, 1977, p. 3.

[132] *Ibid.*

[133] Harold James, *International Monetary Cooperation since Bretton Woods*, Nueva York, Oxford University Press, 1996, p. 83.

[134] Véase una visión crítica en Gabriel Tortella, *Los orígenes del siglo XXI*, Madrid, Editorial Gadir, 2005, Cap. IX.

[135] Una tasa de crecimiento promedio anual del 3% implica que la economía norteamericana habría crecido más del 60% entre 1940 y 1960. De hecho, en términos reales, el PIB per cápita entre 1940 y 1960 creció un 77%: el PIB per cápita real en 1940 fue de 7.827 dólares del año base 2000; en 1960 el PIB por habitante alcanzó los 13.840 dólares. Véase Louis D. Johnston y Samuel H. Williamson, "What Was the U.S. GDP Then?", Measuring Worth, 2008. http://www.measuringworth.org/usgdp/.

[136] Alfred D. Chandler, *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press, 1977.

[137] Esta tesis es desarrollada de manera magistral por Barry Eichengreen, *The European Economy since 1945: Coordinated Capitalism and Beyond*, Princeton University Press, 2006, caps. 1 y 2.

[138] Francisco Comín (*et al.*), *Historia económica mundial*, Barcelona, Crítica, 2005, p. 360.

[139] Barry Eichengreen, *The European Economy since 1945: Coordinated Capitalism and Beyond*, *op. cit.*

[140] Para una excelente síntesis de las nuevas políticas económicas y monetarias véase Barry Eichengreen, *Globalizing Capital. A History of the International Monetary System*, Princeton University Press, 1996.

[141] Hubert Brochier, *Le miracle economique japonais*, Calhmann-Lévy, París, 1970 (traducción en español por Editorial Dopesa, Barcelona, 1972).

[142] En Barry Eichengreen, *The European Economy since 1945*, se utilizan estos indicadores característicos de la contabilidad "comunista".

[143] Pedro Pérez Herrero, *Auge y caída: la autarquía*, Madrid, Editorial Síntesis, Colección Historia Contemporánea de América Latina, Vol. V (1950-1980), 2007, p. 17.

[144] En Europa occidental el aumento poblacional entre 1950 y 1970 fue del 20%, en Estados Unidos del 33%, en Asia del 32% y en África del 60%.

[145] Véase el estudio clásico de Peter Evans, *Dependent Development: The Alliance of Multinational, State and Local Capital in Brazil*, Princeton, Princeton University Press, 1979.

[146] Este es el argumento de Barry Eichengreen en *Globalizing Capital*, *op. cit.*, pp. 114-116, el cual contradice en cierto sentido la idea de McKinnon de que el sistema de Bretton Woods no fue operativo.

[147] Volcker y Gyhoten, *Changing Fortunes*, *op. cit.*, p. 143.

[148] Michael Bordo, Dominique Simard y Eugene White, "France and the Bretton Woods International Monetary System, 1960 to 1968", en Jaime Reis (ed.), *International Monetary Systems in Historical Perspective*, Londres, St. Martin's Press, 1995, pp. 153-180.

[149] La obra a la que se hace referencia es Paul Volcker y Toyoo Gyhoten, *Changing Fortunes*, *op. cit.*

[150] *Ibid.*, p. 28, contiene una descripción muy sugerente y precisa.

[151] Para un panegírico de los proyectos ideológicos de Milton Friedman en Estados Unidos y de Keith Joseph en Inglaterra desde 1974 véase Daniel Yergin y Joseph Stanislaw, *The Commanding Heights: The Battle Bewtween Government and the Marketplace that is Remaking the Modern World*, Nueva York, Simon & Schuster, 1998. Para una contrarréplica reciente véase Naomi Klein, *The Shock Doctrine. The Rise of Disaster Capitalism*, Toronto, Knopf, 2008.

[152] Charles Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*, *op. cit.*

[153] Paul Volcker, en el libro *Changing Fortunes*, *op. cit.*, pp.103-104, considera que Burns falló en este propósito.

[154] Sobre el impacto de los aumentos de los precios de productos agrícolas, además del petróleo, véase Alan S. Blinder y Jeremy B. Rudd, "The Supply Shock Explanation of the Great Stagflation Revisited", National Bureau of Economic Research, Working Paper N° 14563, diciembre de 2008.

[155] Para un resumen detallado véase el clásico de Anthony Sampson, *The Arms Bazaar: From Lebanon to Lockheed*, Nueva York, Viking, 1977.

[156] Por ejemplo, J. Bradford DeLong, "America's Peacetime Inflation: The 1970's", en C. D. Romer y D. H. Romer (eds.), *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, Chicago, University of Chicago Press, 1997, pp. 247-280.

[157] Ernest Mandel fue autor de los libros *Late Capitalism* y *The Second Slump*, ambos publicados en 1980, en Londres, por New Left Review y Verso.

[158] Robert Brenner, *The Economics of Global Turbulence: The Advanced Capitalist Economies from Long Boom to Long Downturn, 1945-2005*, Londres, Verso, 2006.

[159] Barry Eichengreen, *The European Economy Since 1945*, *op. cit.*, Cap. 10.

[160] Luis de Sebastián, *La crisis de América Latina y la deuda externa*, Madrid, Alianza, 1988, p. 39, que utiliza los datos del FMI.

[161] Luis de Sebastián, *La crisis de América Latina y la deuda externa*, *op. cit.*, p. 36, utiliza datos de CEPAL.

[162] Un trabajo clásico que enfatiza la oferta es Robert Devlin, *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story*, Princeton, Princeton University Press, 1989.

[163] Las tasas de interés reales se definen como las tasas de interés vigentes en el mercado menos la tasa de inflación. En la época, el nivel de las tasas de interés de préstamos del 7 u 8% llegó a ser igual o menor que el de las tasas de inflación, lo que quiere decir que las tasas de interés reales llegaron a ser de cero o francamente negativas.

[164] Robert Devlin, *Debt and Crisis in Latin America*, *op. cit.*, p. 38.

[165] William Cline, *International Debt Reexamined*, Washington, Institute for International Economics, 1995, Tabla 2.12, pp. 78-79.

[166] *Ibid.*, pp. 80-83.

[167] Los economistas Barry Eichengreen y Albert Fishlow han descrito los años 70 como una fase de globalización financiera basada en los bancos (*banking finance*), mientras que desde 1990 sería desplazada por una fase de nuevos intermediarios en la colocación de bonos de países en desarrollo (*equity finance*).

[168] Entre 1978 y 1982, la mayoría de los préstamos latinoamericanos era a corto plazo y el periodo de gracia de un promedio de apenas tres años. Luis de Sebastián, *La crisis de América Latina y la deuda externa*, *op. cit.*, pp. 81-84.

[169] Cita en Luis de Sebastián, *La crisis de América Latina y la deuda externa, op.cit.*, p. 83

[170] Para detalles sobre la deuda peruana véase el libro clásico de Oscar Ugarteche, *El estado deudor. Economía y política de la deuda: Perú y Bolivia 1968-1984*, Lima, Instituto de Estudios Peruanos, 1986.

[171] Hay muy poca información publicada acerca de los préstamos para los militares. Algunos datos son resumidos en el artículo "Batalla con las armas", *Visión*, 20 de mayo de 1985, pp. 6-22.

[172] Para información detallada sobre estos crímenes financieros en contra de los pueblos africanos se recomiendan los estudios de Damien Millet, presidente del CADTM Francia (Comité para la Anulación de la Deuda del Tercer Mundo), www.cadtm.org, quien es autor de *África sin deuda*, Icaria, Barcelona, 2007; también se sugiere leer los trabajos de Eric Toussaint, presidente del CADTM Bélgica, y su libro *Banco Mundial, el golpe de Estado permanente*, El Viejo Topo, Mataró, Barcelona, 2007.

[173] Véase la obra reciente de Oscar Urgarteche, *Historia crítica del FMI*, México, UNAM, Instituto de Investigaciones Económicas, 2009.

[174] La cantidad de fondos pedidos en préstamos por PEMEX todavía es materia de especulación. Como señaló un periodista: "PEMEX no publicita sus deudas y, además, ha insistido en que se mantengan secretos un buen número de los préstamos que ha tomado en el exterior". En "Latin American Survey", *Euromoney*, abril de 1981, pp. 55-56.

[175] Una enorme cantidad de información acerca de los empréstitos para las empresas estatales latinoamericanas puede encontrarse en las revistas financieras de la época: *Euromoney, Institutional Investor* y *Bank of London and South American Review.*

[176] Rosario Green, *Lecciones de la deuda externa de México, de 1973 a 1997*, México, Fondo de Cultura Económica, 1998, p. 104; José Manuel Quijano, *México: Estado y banca privada*, México, CIDE, 1981, pp. 159-161.

[177] De hecho, la tasa de inflación en Estados Unidos alcanzó un 13,5% anual a principios de 1981, para caer luego al 3,3% en 1983.

[178] Michael Moffit, *The World's Money: International Banking from Bretton Woods to the Brink of Insolvency*, Nueva York, Simon & Schuster, 1983, pp. 174-175.

[179] Moffit, *The World's Money*, *op. cit.*, p. 202.

[180] James Boughton, "From Suez to Tequila: The IMF as Crisis Manager", en *The Economic Journal. Journal of the Royal Economic Society 110,* enero de 2000, pp. 285-286.

[181] Para una visión de conjunto véase Rosario Green, *Lecciones de la deuda externa de México, de 1973 a 1997*, *op. cit.*

[182] Alejandro Dávila Flores, *La Crisis Financiera de México*, México, Ediciones de Cultura Popular, 1986.

[183] Michael Bordo, "Financial Crises, Banking Crises, Stock Market Crashes and the Money Supply: Somo International evidence, 1870-1933", en Forrest Capie y Geoffrey Woods (eds.), *Financial Crises and the World Banking System*, *op. cit.*

[184] Michael Bordo y Barry Eichengreen, "Is the Crisis Problem Growing More Severe?", *Economic Policy*, vol. 24, 2001, pp. 51-82.

[185] Sue Branford y Bernardo Kucinski, *The Debt Squads: The US, the Banks and Latin America*, Londres, Zed Books, 1988, p. 2.

[186] Véase nuetra bibliografía al final del libro y el sitio web http://www.historiadelascrisis.com/, para detalles de publicaciones electrónicas y bibliografía sobre el tema.

[187] Darrell Delamaide, *Debt Shock: The Full Story of the World Credit Crisis*, Nueva York, Doubleday, 1984; John H. Makin, *The Global Debt Crisis*. Nueva York, Basic Books, 1984.

[188] Robert Devlin, *Debt and Crisis in Latin America*, *op. cit.*, p. 95-96.

[189] *Ibid.*, p. 214.

[190] Oscar Altimir y Robert Devlin (comps.), *Moratoria de la deuda en América Latina*, México, Fondo de Cultura Económica, 1993.

[191] La información sobre las rondas se encuentra en Robert Devlin, *Debt and Crisis in Latin America*, *op. cit.*, pp.156-159 y la descripción de las justificaciones teóricas en W. Cline, *International Debt Reexamined*, *op. cit.*, *passim*. Los detalles de las ganancias anuales de los bancos norteamericanos en este periodo están documentados en Raúl L. Madrid, *Overexposed: The U.S. Banks Confront the Third World Debt Crisis*, Washington D.C., Investor Responsibility Research Center, 1990, apéndice, pp. 176-250.

[192] La bibliografía sobre los impactos de las crisis de deuda en América Latina es vasta. Una excelente compilación con estudios de caso y abundante bibliografía y estadísticas es la obra de Stephany Griffith-Jones (comp.), *Deuda externa, renegociación y ajuste en América Latina*, México, Fondo de Cultura Económica, 1988. Otro estudio fundamental es el de Alicia Girón, *Fin de siglo y deuda externa: historia sin fin, Argentina, Brasil y México*, México, UNAM-Editorial Cambio XXI, 1995.

[193] Robert Devlin, *Debt and Crisis in Latin America*, *op. cit.*, p. 64.

[194] Una revisión de los informes de los organismos multilaterales de la época indica que apenas se realizaron estudios matemáticos que calcularan el servicio de las deudas a mediano plazo en relación con las reservas, que simplemente se calculaban en función de las exportaciones.

[195] Oscar Ugarteche, *Adiós Estado, Bienvenido Mercado*, Lima, Fundación Friedrich Ebert/Universidad de San Marcos, 2004.

[196] Término acuñado por el investigador John Williamson, del Peterson Institute of International Economics de Washington.

[197] Entre los economistas franceses más perceptivos que vinculan crisis con globalización véase Robert Boyer (*et al.*), *Les Crisis Financières*, París, La Documentation, 2006, Cap. 3.

[198] Esto está demostrado en gran detalle y con abundantes ejemplos históricos en Maurice Obstfeld y Alan M. Taylor, *Global Capital*

Markets: Integration, Crisis and Growth, Cambridge University Press, 2004.

[199] Un obra muy difundida de la escuela neoconservadora que resume este planteamiento es la de Daniel Yergin y Joseph Stanislaw, *The Commanding Heights, The Battle for the World Economy*, *op. cit.*

[200] Ranald Michie, *The London Stock Exchange: A History*, *op. cit.*, Cap. 12.

[201] Geoffrey Jones, *British Multinational Banking*, 1993, explica cómo la banca inglesa fue la primera en crear redes de miles de sucursales a escala mundial desde principios del siglo XX.

[202] Para información detallada sobre todos los paraísos fiscales a fines de los años 90, véase Arnold Cornez, *The Offshore Money Book*, Chicago, Contemporary Books, 1998.

[203] El periódico *Financial Times* en las últimas décadas ha ofrecido, a diario, listados de cientos de fondos de inversión internacionales que operan con agencias domiciliadas en los paraísos fiscales.

[204] Para una descripción sintética de la revolución bursátil en Europa y en el mundo desde 1990 véase Geert De Clercq (coord.), *A la Bourse*, *op. cit.*, Cap. 22 y Ranald Michie, *The Global Securities Market: A History*, *op. cit.*, Cap. 9.

[205] Antonio Di Vittorio (coord.), *Historia Económica de Europa*, Barcelona, Crítica-Grijalbo, 2003, p. 418.

[206] No debe olvidarse que los mayores bancos franceses (BNP/Paribas, Crédit Agricole o Société Générale) también se transformaron en globales, así como algunos grandes bancos alemanes, italianos y holandeses abrieron operaciones en numerosos países de Europa del este y otras regiones.

[207] La fuente para los datos es Jaime Requeijo, *Anatomía de las crisis financieras*, Madrid, McGraw Hill, 2006, pp. 62-63.

[208] Ranald Michie, *The Global Securities Market: A History*, *op. cit.*, pp. 316-317.

[209] Antonio Torrero Mañas, *Crisis financieras: Enseñanzas de cinco episodios*, Madrid, Marcial Pons, 2006, p. 49.

[210] *Ibid.*, p. 48.

[211] *Ibid.*, pp. 48-49.

[212] Véase muestra bibliografía al final del libro y el sitio web http://www.historiadelascrisis.com/, para detalles de publicaciones electrónicas y bobliografía sobre el tema.

[213] Este sistema consistía en una serie de acuerdos entre los principales países miembros de la Unión Europea para mantener déficits bajos y una banda de flotación en los tipos de cambio de sus respectivas monedas, con un margen de flexibilidad del 2 al 3% en las tasas de cambio. Este sistema se vino abajo en 1992. Para antecedentes véase Barry Eichengreen, *Globalizing Capital*, *op. cit.*, pp.160-171.

[214] Jaime Requeijo, *Anatomía de las crisis financieras*, *op. cit.*, p. 11.

[215] Antonio Torrero Mañas, *La crisis financiera internacional y económica española*, Madrid, Ediciones Encuentro, 2008, p. 44.

[216] Para referencias véase Barry Eichengreen, *The European Economy Since 1945*, *op. cit.*, Caps. 10 y 11.

[217] Un excelente sitio web para consultar unas cincuenta revistas económicas de América Latina en formato digital de consulta abierta se denomina Redalyc: http://redalyc.mex.mx.

[218] Para algunas referencias véase bibliografía selecta al final de este libro.

[219] Miles Kahler (ed.), *Capital Flows and Financial Crises*, Nueva York, Council of Foreign Relations, 1998, p. 1. Comparar con estadísticas en el libro de Barbara Stallings (ed.), *Global Change, Regional Response: The New International Context of Development*, Cambridge University Press, 1995, p. 146.

[220] Varios de estos autores tienen sitios webs con sus monografías. Véanse algunos enlaces en nuestra página web http://www.historiadelascrisis.com/.

[221] Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff, "This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crisis", National Bureau of Economic Research, Working Paper N° 13842, marzo de 2008.

[222] Michael Bordo, *Currency Crises and Banking Crises in Historical Perspective*, Research Report N° 10, Estocolmo, Institutet för Ekonomisk Historisk Forsknin, 1998.

[223] Un estudio detallado es el del Fondo Monetario Internacional,

"Evolution of the Mexican Peso Crisis", *International Capital Markets*, agosto de 1995, pp. 53-68.

[224] Esta suma incluía cerca de 80 mil millones de dólares en deuda pública, pero también una considerable cantidad de bonos internacionales de paraestatales como PEMEX y de grandes empresas privadas mexicanas como CEMEX y TELMEX, que colocaron varios miles de millones de dólares en bonos en la bolsa de Nueva York en los años 90. Sin embargo, tampoco debe olvidarse la colocación en Nueva York de acciones y bonos de consorcios como Grupo México, FEMSA, ALFA, VITRO y otros grandes conglomerados mexicanos. Véase María de los Ángeles Pozas (coord.), *Estructura y dinámica de la gran empresa en México*, México, El Colegio de México, 2006.

[225] De hecho, los datos utilizados por *El Financiero* (23 de febrero de 1994) fueron del Banco de México, pero las autoridades del banco central, como en 1981, no anticiparon los peligros del colapso en ciernes.

[226] Los "tesobonos" mexicanos se liquidaban en pesos indexados a la cotización del dólar. Estos valores eran "formalmente" deuda interna pero en la práctica constituían una deuda externa a corto plazo.

[227] P. O. Gourinchas, Rodrigo Valdés y Oscar Landerretche, "Lending Booms: Latin America and the World", National Bureau of Economic Research, Working Paper N° 8249, abril de 2001.

[228] Véase FMI, "Evolution of the Mexican Peso Crisis", *International Capital Markets*, *op. cit.*, pp. 57-60.

[229] Por un acuerdo adicional firmado por el gobierno mexicano se estableció que la empresa estatal PEMEX se veía obligada a entregar el 96% de sus ganancias por exportaciones de crudo y depositar los fondos en una cuenta del Banco de la Reserva Federal de Nueva York durante el tiempo requerido para amortizar las deudas del Estado mexicano con el Tesoro norteamericano.

[230] Los 30 mil millones de dólares en "tesobonos" se vendieron a una tasa de entre el 3 y el 3.5 pesos por dólar entre marzo y principios de diciembre de 1994. Pero después de la devaluación, los tenedores cobraron a una tasa promedio de 6.5 a 7 pesos por dólar de cada bono en el transcurso de 1995. La ganancia (en pesos mexicanos) era del 100% en promedio.

[231] Clara García, *Las crisis financieras del sudeste asiático: capital extranjero y política económica*, Madrid, Editorial Fundamentos, 2005, p. 245.

[232] Alexandre Lamfalussy, *Financial Crises in Emerging Markets: An Essay on Financial Globalization and Fragility*, Yale University Press, 2000, p. 14.

[233] Sobre la crisis rusa de 1998 véase Alexander Tarrasiouk Kalturina, "Globalización, estados nacionales y la construcción de las estructuras financieras. El caso de Rusia", en Eugenia Correa, Alicia Girón y Alma Chapoy (coords.), *Consecuencias financieras de la globalización*, México, UNAM, M.A. Porrúa, 2005, pp. 103-140.

[234] En México, los grupos de investigación coordinados por Alicia Girón y Eugenia Correa han publicado una decena de libros de calidad sobre el tema. Un buen ejemplo es Alicia Girón y Eugenia Correa (comps.), *Crisis financiera: mercado sin fronteras*, México, IIE/UNAM, Ediciones El Caballito, 1998.

[235] Una excelente síntesis se encuentra en la obra citada de Clara García, *Las crisis financieras del sudeste asiático*, especialmente el Cap. 4, que compara los modelos de los economistas Krugman, Islam, Bello, Kregel, Obstfeld, Corbett y Vines, e investigadores del FMI.

[236] Jorge Schvarzer, *Convertibilidad y deuda externa*, Buenos Aires, Eudeba, 2002. En nuestra página web http://www.historia-delascrisis.com/) registramos más de una docena de libros sobre la historia de la deuda argentina en los años de 1990-2000 y sobre la crisis financiera argentina de 2001-2003.

[237] Se pueden encontrar listas detalladas de firmas e inversores que participaron en la fuga de divisas y los montos respectivos en: Marcelo Bonelli, *Un país en deuda. La Argentina y su imposible relación con el FMI*, Buenos Aires, Planeta, 2004, pp. 215-216.

[238] Martin Wolf, *Fixing Global Finance*, Baltimore, The Johns Hopkins University Press, 2008, p. 31.

[239] Alan Greenspan, *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, Nueva York, Penguin Press, 2007. En este texto autobiográfico se repiten, una y otra vez, las teorías del autor sobre la revolución tecnológica.

[240] *Ibid.*, pp. 489 y ss.

[241] La colaboración del Lic. Erick Rodríguez Solares en la investigación y redacción de este sexto capítulo ha sido fundamental. También

quiero agradecer muy especialmente la ayuda de Manuel Bautista González en la discusión de los problemas analizados y en la elaboración de los gráficos.

[242] Tomamos la expresión del excelente libro de Youssef Cassis, *Capitals of Capital: A History of Internacional Financial Centres, 1780-2005*, Cambridge, Cambridge University Press, 2006.

[243] Uno de los mejores análisis es el breve libro de Antón Brender y Florence Pisani, *La crise de la finance globalisée*, París, La Découverte, 2009; traducido al inglés con el título *Globalised Finance and its Collapse*, publicado por Dexia Asset Management, Bruselas, 2009. Allí usan el término "sistema bancario alternativo".

[244] Daniel K. Tarullo, *Banking on Basel: The Future of International Financial Regulation*, Washington D.C., Peterson Institute for Internacional Economics, agosto de 2008.

[245] Martin Wolf, *Fixing Global Finance*, 2008, *passim*. Sin embargo, debe observarse que el autor no propone medidas para reducir la opacidad de los bancos globales.

[246] Una reciente crítica a esta política monetaria es William Fleckenstein, *Greenspan's Bubbles: The Age of Ignorance at the Federal Reserve*, McGraw Hill, 2008, pp. 194. Greenspan respondió a sus críticos: "We will never have a perfect model of risk" en *Financial Times*, 17 de marzo de 2008; y "A Response to my critics", en *Financial Times*, 16 de abril de 2008.

[247] A. Dabat y A. Morales, "Notas sobre los grandes cambios de la economía y el orden mundial a comienzos de siglo", en la revista *Economía Informa*, N° 348, septiembre-octubre de 2007, México.

[248] John B. Taylor, *Getting off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged and Worsened the Financial Crisis*, Stanford, Hoover Institution, 2009.

[249] Véase A. Bender y F. Pisani, *Globalised Finance and its Collapse*, *op. cit.*, pp. 56-58.

[250] Quizá los más conocidos sean Paul Krugman y Joseph Stiglitz, pero aun más incisivos en sus análisis fueron Robert Shiller, Nouriel Roubini, José Antonio Ocampo y Robert Boyer.

[251] Las políticas de gobierno favorecieron a los servicios financieros en Estados Unidos. El sector había tenido un promedio de ganan-

cias equivalente al 0,75% del PIB entre 1947 y 1996, mientras que para el año 2007, el promedio de ganancias había ascendido al 2,5% del PIB.

[252] El Premio Nobel de Economía Robert Solow ha argumentado recientemente que este apalancamiento es el principal responsable de la crisis actual. Véase Robert Solow, "How to Understand the Disaster", *New York Review of Books*, 14 de mayo de 2009, p. 6.

[253] Thomas Philippon, "Why Has the U.S. Financial Sector Grown so Much? The Role of Corporate Finance", National Bureau of Research, Working Paper N° 13405, septiembre de 2007.

[254] En la prensa financiera se sugiere que fueron los banqueros de Morgan Stanley los mayores innovadores, pero también contribuyeron los de las firmas de Lehman Brothers y Bear Sterns.

[255] Una guía avanzada es la obra de Satyajit Das, *Credit Derivatives, CDO's and Structured Credit Products*, Nueva York, Wiley Finance, 2005.

[256] UBS Investment Bank, *Financial Market Data*. www.ubs.com.

[257] Robert Brenner, *The Economics of Global Turbulence*, *op. cit.*, p. 320.

[258] Zandi describe en gran detalle la actividad de estos especuladores por distritos de Estados Unidos. Véase Mark Zandi, *Financial Shock: A 360° Look at the Subprime Mortgage Implosion and How to Avoid the Next Financial Crisis*, New Jersey, Pearson Education/Financial Times Press, 2008, pp. 59-62.

[259] "Remarks by Chairman Alan Greenspan: Consumer Finance", Federal Reserve System, Fourth Annual Community Affairs Research Conference, Washington D.C., 8 de abril de 2005.

[260] Nathan Gardels, "Entrevista a Joseph Stiglitz", en *Letras Libres*, "Voces de la Crisis Financiera", noviembre de 2008.

[261] M. Zandi en *Financial Shock*, *op. cit.*, incluye cuadros completos para el año 2005 sobre el mercado hipotecario, pp.100-102.

[262] En 2006, casi el 40% de los préstamos hipotecarios fueron de alto riesgo. Véase Vikas Bajaj, "Defaults Rise in Next Level of Mortgages", *The New York Times*, 10 de abril de 2007.

[263] Robert Shiller, *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened and What to do About It*, Princeton, Princeton University Press, 2008.

[264] Fuente: Department of Commerce, *Housing*, que proporciona las tasas de construcción ajustadas anualmente en el sitio web: www.commerce.gov.

[265] Nouriel Roubini se ha convertido, a partir del colapso de 2008, en uno de los analistas más solicitados por su clarividencia. Además, su sitio web RGE Monitor es, desde hace algunos años, una de las mejores fuentes de información sobre las finanzas internacionales. Se puede consultar en http://www.rgemonitor.com/.

[266] Véase el artículo: "Dow hits New Record After Bernanke Speech", *Business Week*, 14 de febrero de 2007.

[267] "Subprime Shakeout Claims Another Fund", *The Wall Street Journal* en su sección Market Watch, 28 de junio de 2007.

[268] CNN Expansión: "FMI advierte menor crecimiento mundial", sección *Economía*, lunes 17 de marzo de 2008.

[269] Algunas de las mejores notas sobre la crisis financiera pueden consultarse en el periódico español *El País*, en este caso del 8 al 11 de septiembre de 2008.

[270] Véase el periódico *El País*, "Si el plan no se aprueba que el cielo nos asista", sección *Economía*, 21 de septiembre de 2008.

[271] Una historia alucinante de la crisis bancaria en Wall Street en esos días y meses es la de Andrew Ross Sorkin, *Too Big to Fail*, Nueva York, Viking, 2009. Este libro se basa en entrevistas a decenas de banqueros involucrados en el colapso.

[272] Los sectores que comprende el Plan de Recuperación y Reinversión de Barack Obama son: energía, ciencia, infraestructura, beneficios, educación, salud y vivienda.

[273] Véase Edward J. Kane, "Incentive Conflict in Central Bank Responses to Sectorial Turmoil in Financial Hub Countries", National Bureau of Economic Research, 2007, Working Paper N° 13593. En el caso del rescate mexicano de 1995, conocido como FOBAPROA, los contribuyentes siguen pagando, aún en 2009, enormes transferencias que van directamente a las arcas de la banca privada.

[274] Las comparaciones estadísticas más citadas son las de Barry Eichengreen y Kevin O'Rourke, "A Tale of Two Depressions", Vox (website CEPR), 1 de septiembre de 2009.

[275] Un excelente estudio comparativo del desplome hipotecario en

Estados Unidos a mediados y fines de los años 20 y aquel sufrido desde el año de 2007 es el ensayo de Eugene White, "Lessons from the great American real estate boom and bust of the 1920's," en prensa, que puede consultarse en versión preliminar en el sitio web del Segundo Congreso Latinoamericano de Historia Económica en el simposio N° 26, bajo la dirección http://www.economia.unam.mx/cladhe/simposiosyponencias.php.

[276] Pueden consultarse los documentos preparados por la Comisión Stiglitz de Naciones Unidas en su sitio web, así como las declaraciones de los representantes de decenas de naciones que participan en las discusiones. http://www.un.org/ga/econcrisissummit/.

[277] Véase el sitio web del libro http://www.historiadelascrisis.com/, para detalles de publicaciones electrónicas y bibliografía sobre el tema.

[278] Andrew Haldane, del Banco de Inglaterra, ha sugerido que existen cuatro espacios fundamentales que hay que repensar con nuevos instrumental teórico. Estos incluyen el análisis de la dinámica de las redes regionales y mundiales de los centros financieros; otro se refiere al contrapunto entre fortaleza y fragilidad en los sistemas financieros; el tercero consiste en comprender las ventajas y peligros de la innovación de instrumentos financieros y, finalmente, explicar por qué los reguladores/supervisores fracasaron en sus tareas en los años previos al gran colapso del año 2008. Véase Andrew G. Haldane, "Rethinking the Financial Network", abril de 2009. www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2009/speech386.pdf.

[279] Un banquero contemporáneo que reconoce la rigidez de la fórmula de los mercados siempre eficientes es George Cooper, *The Origin of Financial Crises: Central Banks, Credit Bubbles and the Efficient Market Fallacy*, Nueva York, Vintage Books, 2008.

[280] Lo cita Markus K. Brunnermeier, "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch, 2007-2008", National Bureau of Economic Research, Working Paper N° 14612 , p. 8. http://www.nber.org/papers/w14612.

[281] Quizás el mejor estudio reciente sobre el tema es el de Howard Davies y David Green, *Regulación Financiera Mundial: Guía básica*, Barcelona, Paidós, 2009. Los autores fueron respectivamente presidente y director de política internacional de la Autoridad de Servicios

Financieros de Gran Bretaña. El primero es en a actualidad director de la London School of Economics and Political Science.

[282] Jane d'Arista y Stephany Griffith-Jones, "Agenda and Criteria for Financial Regulatory Reform", en Stephany Griffith-Jones, José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.), *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, Oxford, Oxford University Press, 2010, p.133.

[283] Daniel K. Tarullo, *Banking on Basel: The Future of International Financial Regulation*, Washington D.C., Peterson Institute for International Economics, 2008, pp. 8-9.

[284] Véanse algunas de estas propuestas en el informe: "The Fundamental Principles of Financial Regulation", publicado en mayo de 2009 gracias al International Center for Banking and Monetary Studies, Ginebra, por un grupo de expertos que incluye a Charles Goodhart, Markus Brunnermeier y Andrew Crockett. http://www.princeton.edu/~markus/research/papers/Geneva11.pdf.

[285] En reuniones del G-20 de abril de 2009 se propuso que el FMI aumentase la emisión de los SDR por 250 mil millones de dólares. Asimismo, en las Naciones Unidas, en la Comisión Stiglitz, se ha apoyado esta propuesta con una justificación teórica especialmente contundente presentada por José Antonio Ocampo. Para referencias en los reportes de la Comisión véase http://www.un.org/ga/econcrisissummit/.

[286] Masahiro Kawai, "The Role of an Asian Currency Unit for Asian Monetary Integration" en la conferencia "Beyond Bretton Woods: The Transnational Economy in Search of New Institutions", octubre de 2008. http://www.obela.org/.

[287] Véase textos en el Coloquio "Más allá de Bretton Woods: La economía trasnacional en busca de nuevas instituciones", celebrado del 15 al 17 de octubre de 2008, Instituto de Investigaciones Económicas (UNAM), México, y por el Observatoire de la Finance de Ginebra y el Pacific Asia Resource Center, Tokio. Para ver trabajos y debates consultar el sitio Observatorio de la Economía de Latinoamérica, coordinado por el doctor Oscar Ugarteche: http://www.obela.org/.

[288] Véase Oscar Ugarteche, *Historia crítica del Fondo Monetario Internacional*, México, IIE/UNAM, 2009.

[289] Ariel Buira (ed.), *Reforming the governance of the IMF and the World Bank*, Londres, Anthem, 2005.

[290] Los colosales errores del Banco Mundial han sido documentados por Eric Toussaint en gran número de trabajos, muchos de los cuales pueden consultarse en el detalladísimo sitio de CADTM, la Comisión por la Anulación de la Deuda del Tercer Mundo: www.cadtm.org.

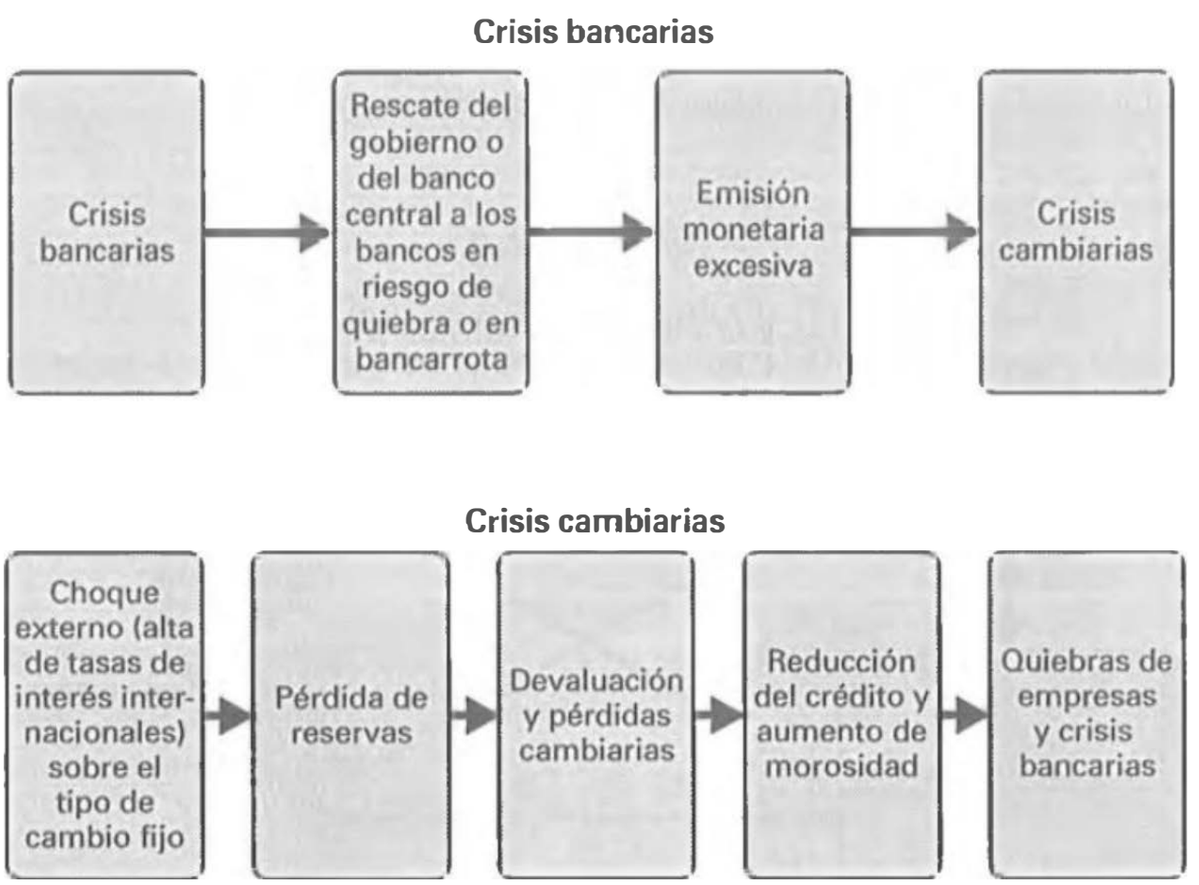
[291] Véase las interesantes propuestas de Antón Brender y Florence Pisani, *La crise de la finance globalisée*, *op. cit.*, *passim*.

[292] Véanse los reportes de *The Commission of Experts of the President of the UN General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System* en el sitio http://www.un.org/ga/president/63/commission/financial_commission.shtml.

Apéndice

Diagrama A.1.

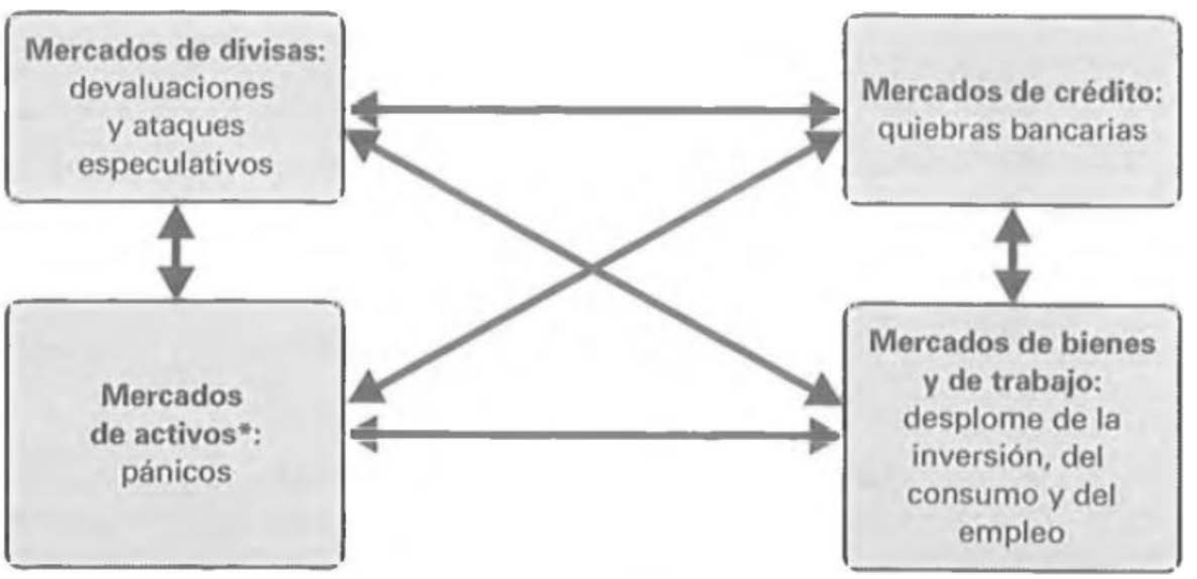
Crisis bancarias y crisis cambiarias



Fuente: Robert, Boyer, Mario Dehove y Dominique Plihon, *Les crises financières,* Paris, La Documentation française, 2004, p. 28.

Diagrama A.2.

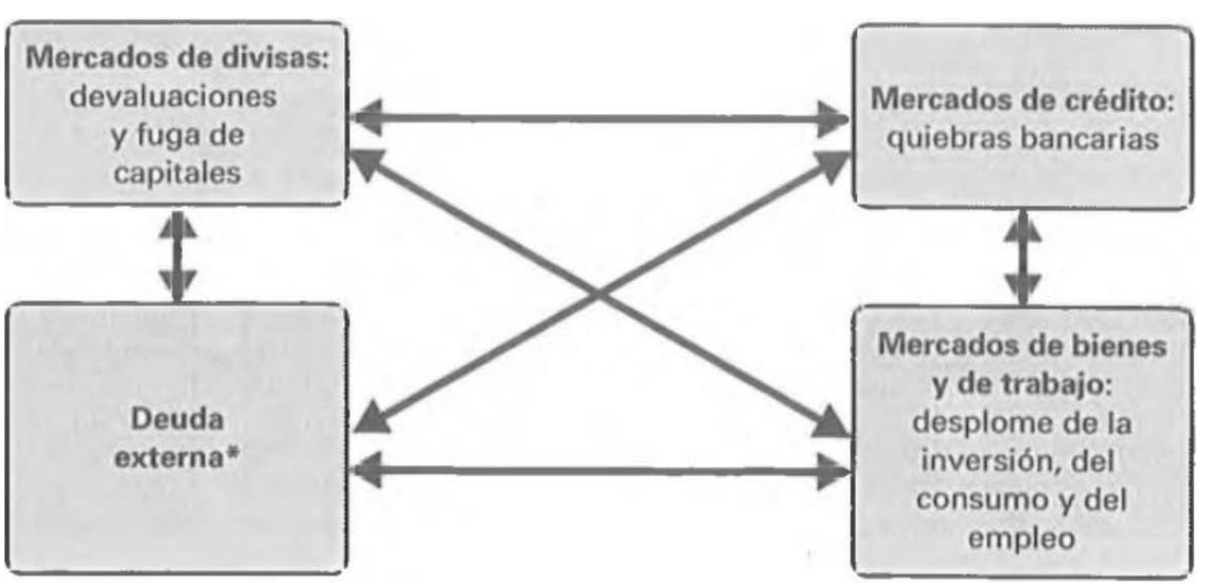
Mercados y crisis en economías desarrolladas



* Ejemplos de activos son las acciones, los bonos, las hipotecas, los derivados, etcétera
Fuente: Elaboración propia con base en Robert Boyer, Mario Dehove y Dominique Plihon, *Les crises financières*, Paris, La Documentation française, 2004, p. 77.

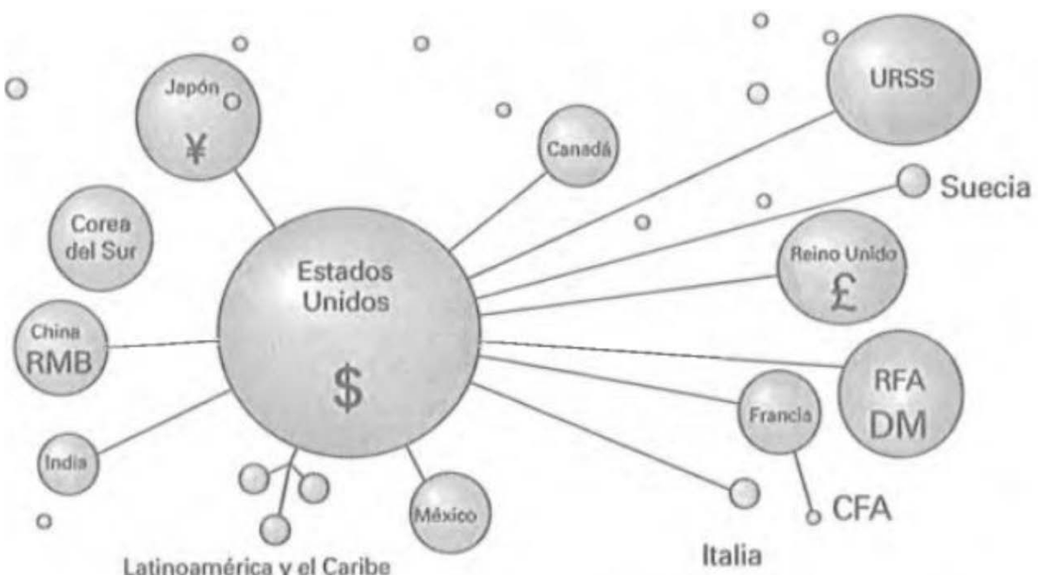
Diagrama A.3.

Mercados y crisis en economías periféricas



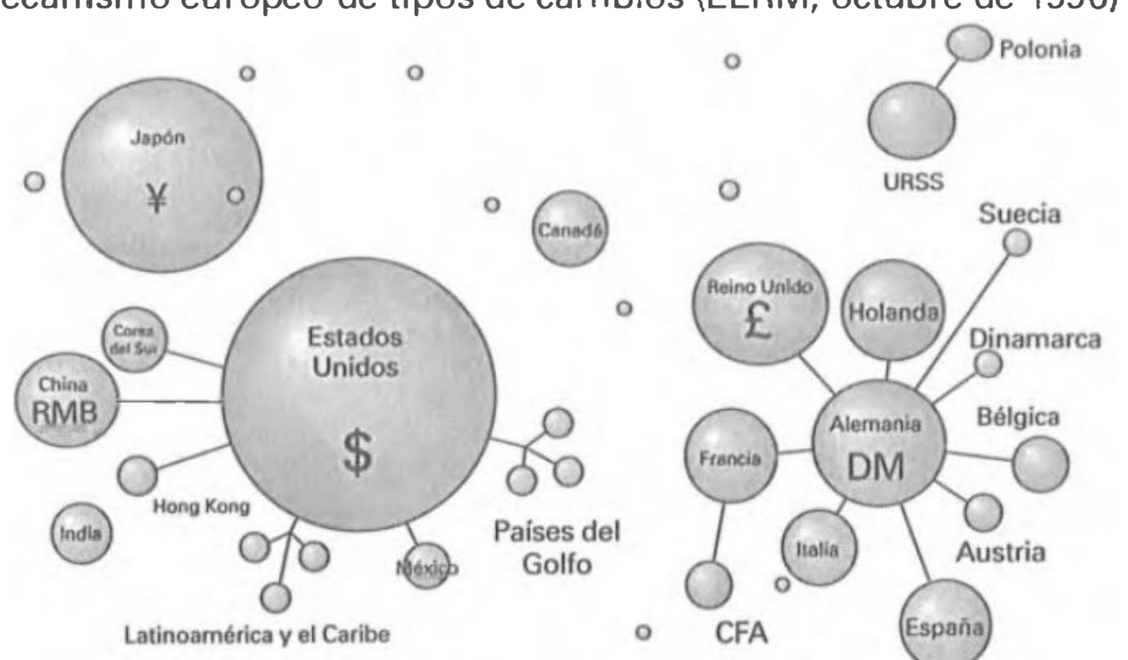
* La deuda externa incluye tanto el endeudamiento privado con el resto del mundo como las obligaciones contraídas por los gobiernos nacionales en el exterior.
Fuente: Elaboración propia con base en Boyer Robert, Mario Dehove y Dominique Plihon, *Les crises financières*, Paris, La Documentation française, 2004, p. 77.

Diagrama A.4.
El sistema monetario internacional en 1969



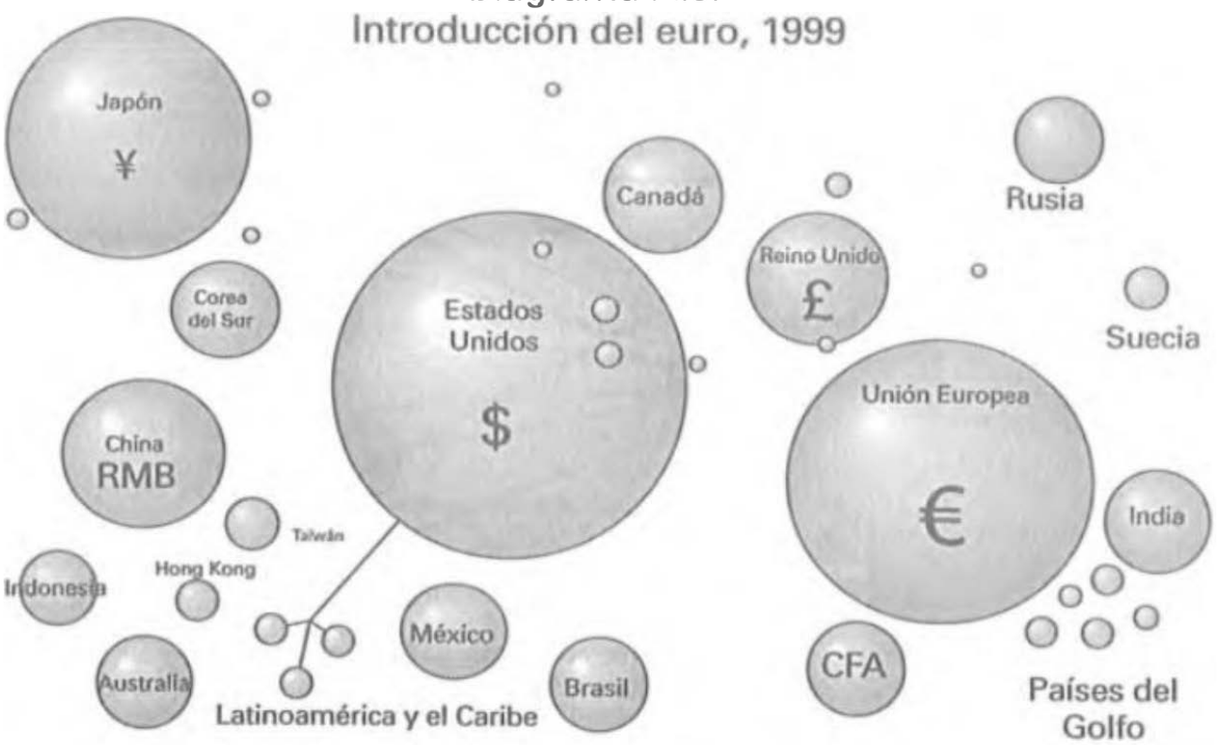
Nota: RFA: República Federal Alemana, DM: marco alemán; CFA: Comunidad Financiera Africana.
Fuente: Mundell, Robert (2008). "Mexico in the World Economy", Presentation at Universidad Autónoma de Baja California (Tijuana, Mexico, September 27, 2007), Web Journal Profmex 13 (2) http://www.profmex.org/mexicoandtheworld/volume13/2spring08/Robert%20M.html (consultado el 22 de febrero de 2010).

Diagrama A.5.
Áreas monetarias después de la entrada de Gran Bretaña al mecanismo europeo de tipos de cambios (EERM, octubre de 1990)



Nota: DM: marco alemán; CFA: Comunidad Financiera Africana.
Fuente: Mundell, Robert (2008). "Mexico in the World Economy", Presentation at Universidad Autónoma de Baja California (Tijuana, Mexico, September 27, 2007), Web Journal Profmex 13 (2) http://www.profmex.org/mexicoandtheworld/volume13/2spring08/Robert%20M.html (consultado el 22 de febrero de 2010).

Diagrama A.6.
Introducción del euro, 1999



Nota: CFA : Comunidad Financiera Africana.
Fuente: Mundell, Robert (2008). "Mexico in the World Economy", Presentation at Universidad Autónoma de Baja California (Tijuana, Mexico, September 27, 2007), Web Journal Profmex 13 (2) http://www.profmex.org/mexicoandtheworld/volume13/2spring08/Robert%20M.html (consultado el 22 de febrero de 2010).

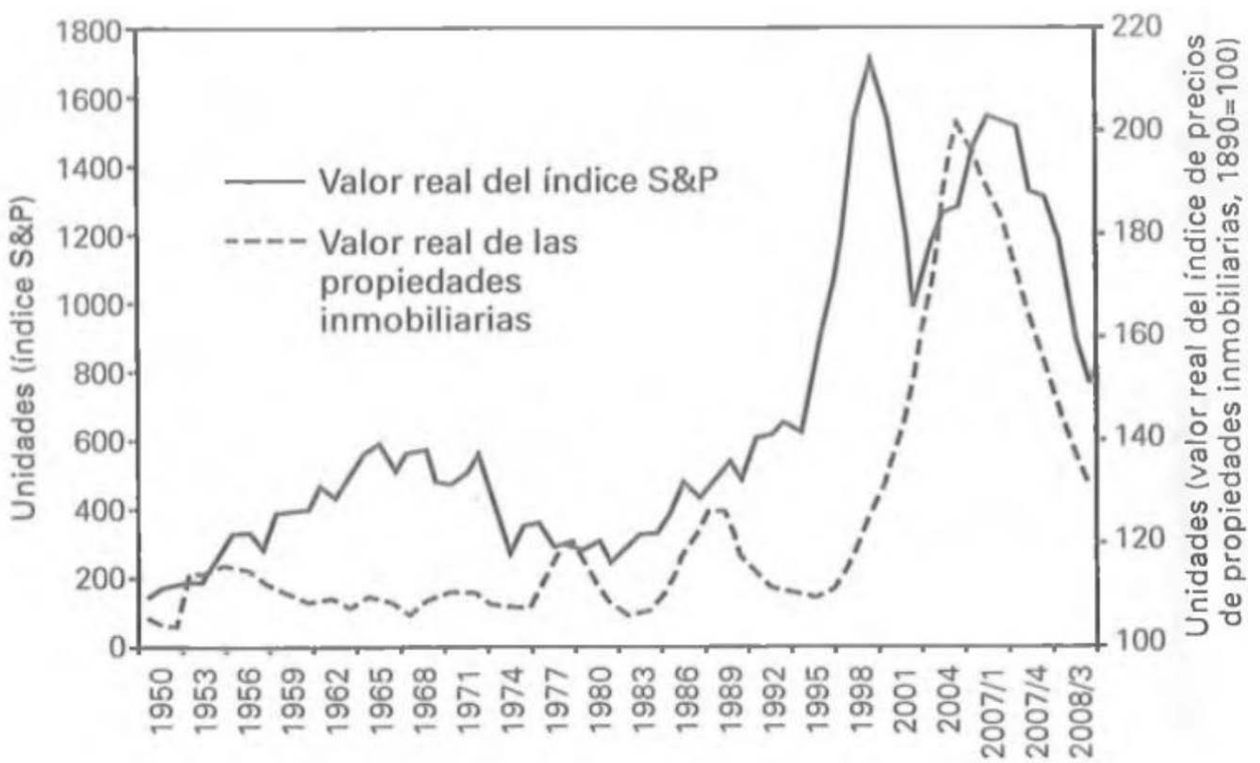
Diagrama A.7.
Áreas monetarias en la actualidad



Nota: CFA: Comunidad Financiera Africana.
Fuente: Mundell, Robert (2008). "Mexico in the World Economy", Presentation at Universidad Autónoma de Baja California (Tijuana, Mexico, September 27, 2007), Web Journal Profmex 13 (2) http://www.profmex.org/mexicoandtheworld/volume13/2spring08/Robert%20M.html (consultado el 22 de febrero de 2010).

Gráfico A.1

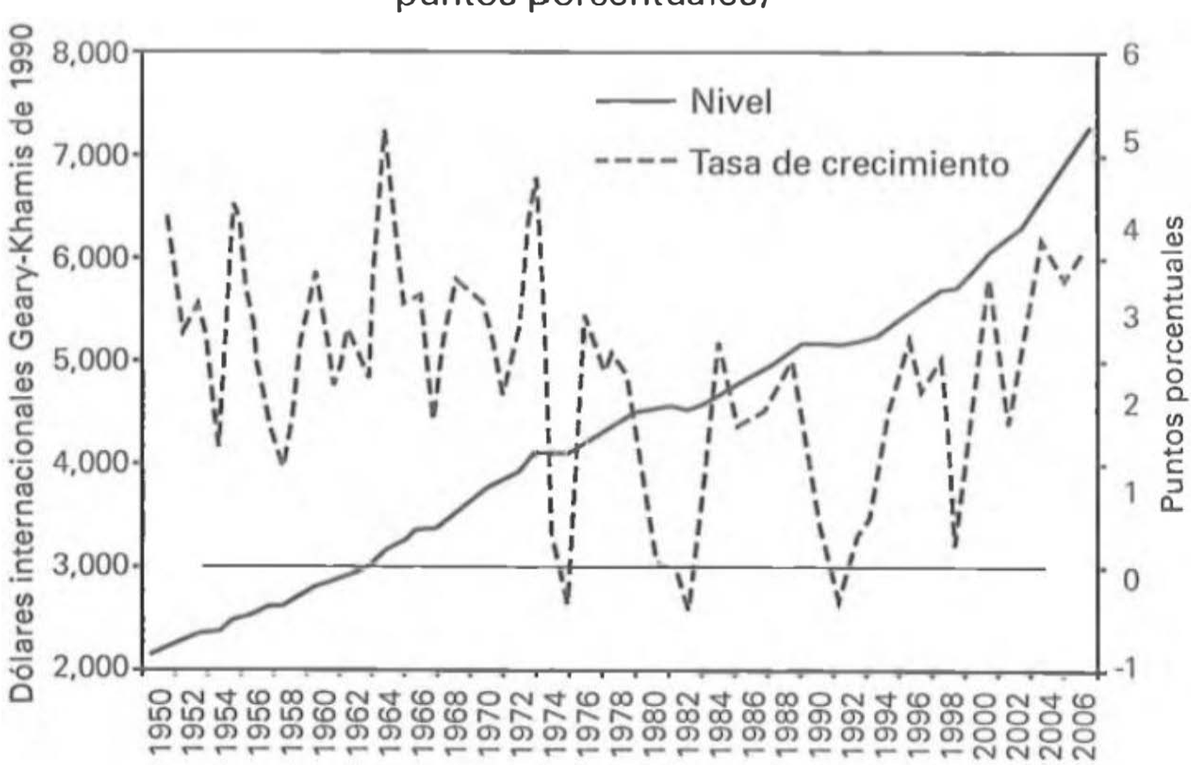
Comportamiento real de la bolsa de valores de Nueva York y del mercado inmobiliario de Estados Unidos, 1950-2009/1



Fuente: Robert J. Shiller. "Historical housing market data", *Irrational Exuberance*, Princeton, Princeton University Press, 2005 y "Long term stock, bond, interest rate and consumption data since 1871", *Market Volatility*, Cambridge, MA: MIT Press, 1989.

Gráfico A.2.

PIB per cápita mundial promedio, 1950-2006 (nivel en dólares internacionales Geary-Khamis de 1990 y tasa de crecimiento en puntos porcentuales)



Fuente: Angus Maddison, "Statistics on World Population, GDP and Per Capita GDP, 1-2006 AD", en *Horne Maddison*, http://www.ggdc.net/maddison/ (consultado el 2 de octubre de 2009).

Cuadro A.1.: Principales crisis financieras, 1857-1914

Año	país de origen	Evento internacional relacionado	Sector en donde se originó la burbuja	Origen de la expansión monetaria	Pico de la burbuja	Crisis
1857	Estados Unidos	Fin de la guerra de Crimea	Ferrocarriles, tierras públicas	Fiebre del oro en California	Fines de 1856	Agosto de 1857
	Inglaterra		Ferrocarriles, trigo	Fusiones bancarias		Octubre de 1857
	Europa continental		Ferrocarriles, industria pesada	Credit Mobilier, bancos alemanes	Marzo de 1857	Noviembre de 1857
1866	Inglaterra, Italia, España	Aparición de las sociedades de responsabilidad limitada	Algodón, compañías marítimas mercantes	Casas de descuento	Julio de 1865	Mayo de 1866
1873	Austria, Alemania	Indemnización franco-prusiana	Construcción, ferrocarriles, activos financieros, commodities	Nuevos bancos de inversión	Otoño de 1872	Mayo de 1873
	Estados Unidos		Ferrocarriles, construcción de viviendas	Crédito a corto plazo, flujo de capitales europeos	Marzo de 1873	Septiembre de 1873
1890	Inglaterra, Argentina, Uruguay y Brasil	Expansión económica en países de frontera en los años 80	Especulación financiera y endeudamiento en Argentina y Brasil	Conversión Goschen	Agosto de 1890	Noviembre de 1890
1893	Estados Unidos	Ley Sherman de la Plata	Oro y plata	Contracción	Diciembre de 1892	Mayo de 1893
1907	Estados Unidos	Guerra ruso-japonesa	Especulación en commodities (cobre, café, algodón), Union Pacific	Trusts y holdings	Principios de 1907	Octubre de 1907
1914	Europa continental	Primera Guerra Mundial				

Fuente: Elaboración propia con base en Charles P. Kindleberger y Robert Z. Aliber, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, 2005, cuadro del apéndice "A Stylized Outline of Financial Crises, 1618 to 1998", pp. 298-300.

Cuadro A.2.: Principales crisis financieras, 1920-2008

Año	país de origen	Evento internacional relacionado	Sector en donde se originó la burbuja	Origen de la expansión monetaria	Pico de la burbuja	Crisis
1920/ 1921	Reino Unido, Estados Unidos	Fin del auge de la posguerra	Activos financieros, commodities, acumulación de inventarios	Crédito bancario	Verano de 1920	Primavera de 1921
1929	Estados Unidos	Fin del auge extendido de la posguerra	Activos financieros entre 1928 y 1929	Créditos para especulación bursátil	Septiembre de 1929	Octubre de 1929
1931/ 1933	Europa y Estados Unidos	Transmisión internacional de la Gran Depresión	Olas de pánicos bancarios	Abandono del patrón oro y relajamiento monetario		Austria: mayo de 1931 Alemania: Junio de 1931; Reino Unido, Septiembre de 1931
1974	Estados Unidos y el resto del mundo	Colapso de Bretton Woods, choque petrolero	Acciones, bienes inmuebles	Mercado de eurodólares, en especial entre 1970 y 1971	1973	1974-1975
1982	Estados Unidos y el resto del mundo	Elevación del precio del petróleo en 1979	Préstamos bancarios sindicados a países de la periferia	Reciclaje de petrodólares	1979	Petróleo, 1980; deudas de países de América Latina, 1982
1990	Japón	Globalización financiera	Índices accionarios Nikkei, bienes inmuebles	Reducción de las tasas de interés	Primera mitad de 1989	Enero de 1990

APÉNDICE

Año	país de origen	Evento internacional relacionado	Sector en donde se originó la burbuja	Origen de la expansión monetaria	Pico de la burbuja	Crisis
1994	México	Desregulación financiera, inversión extranjera de cartera, préstamos del exterior	Sistema financiero, sector externo	Entradas de capital, préstamos bancarios, tipo de cambio casi fijo, aumento del crédito neto del banco central	1994	Diciembre de 1994-1995
1997/ 1998	Tailandia, Indonesia, Malasia, Corea, Rusia, Brasil	Desregulación financiera, inversión extranjera de cartera, préstamos del exterior	Sistema financiero, sector externo	Entradas de capital, préstamos bancarios, tipo de cambio fijo, burbuja en bienes inmuebles	1997	1997-1998
2001	Estados Unidos	Los "felices 90", innovación y adopción de tecnologías de información, ataque terrorista a las Torres Gemelas de Nueva York	Acciones tecnológicas (NASDAQ)	La "Gran Moderación"	Marzo de 2000	2000-2002
2008	Estados Unidos y el resto del mundo	Profundización de la globalización financiera	Bienes inmuebles, derivados, CDS	Reducción de las tasas de interés, acumulación de reservas por la periferia, crédito bancario, déficit público y externo, titularización	Segundo trimestre de 2006	2008-2009

* Entre 1931 y 1933 no se registró pico de alguna burbuja especulativa, sino que ocurrieron varias crisis bancarias y el abandono del patrón dólar-oro.

Fuente: Elaboración propia con base en Charles P. Kindleberger y Robert Z. Aliber, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, 2005, cuadro del apéndice "A Stylized Outline of Financial Crises, 1618 to 1998", pp. 300-303.

Cuadro A.3.: Patrón oro clásico

País	Período
Reino Unido	1774-1797, 1821-1914
Australia	1852-1915
Canadá	1854-1914
Portugal (a)	1854-1891
Argentina (b)	1867-1876, 1883-1884, 1900-1913
Alemania	1871-1914
Suecia	1873-1914
Holanda	1875-1914
Uruguay	1876-1914
Finlandia	1877-1914
Francia	1878-1914
Estados Unidos	1879-1917
Imperio Otomano (Turquía)	1881-1914
Italia	1884-1894
Grecia	1885, 1910-1914
Egipto	1885-1914
Brasil (c)	1888-1891, 1905-1913
Rumania	1890-1914
Imperio Austrohúngaro	1892-1914
Chile (d)	1895-1899
Costa Rica	1896-1914
Rusia	1897-1914
Japón	1897-1917
India	1898-1914
Ecuador	1898-1914
Perú	1901-1914
Filipinas	1903-1914
México (e)	1905-1913
Bulgaria	1906-1914
Siam	1908-1914
Bolivia	1908-1914

Notas: En los casos de diversos países que entraron al patrón oro y luego lo abandonaron debe señalarse que a) Portugal abandonó el patrón oro en 1891; b) la Argentina estuvo en un patrón de cambio oro en los años 1867-1876, 1883-1884 y 1900-1913, mientras que en los demás periodos tuvo un patrón papel, dirigido con el objetivo de restablecer la convertibilidad del peso argentino al oro; c) Brasil adoptó el patrón oro entre 1888 y 1891 y luego el patrón cambio oro entre 1905 y 1913; d) Chile estuvo en el patrón oro entre 1895 y 1889 pero luego lo abandonó; e) México adoptó un patrón de cambio oro en 1905 que se mantuvo hasta 1913, permitiendo sin embargo la circulación de los pesos de plata.

Fuente: Elaboración propia con base en Lawrence Officer, "Gold Standard", en *EH.Net Encyclopedia*, editada por Robert Whaples, 26 de marzo de 2008, http //eh.net/encyclopedia/article/officer.gold standard (consultada el 1 de octubre de 2009).

Cuadro A.4: Patrón oro de entreguerras

País	Período
Argentina	1927-1929
Paraguay	1927-1929
Australia	1925-1930
Nueva Zelanda	1929-1930
Austria	1923-1931
Reino Unido	1925-1931
Irlanda	1925-1931
Finlandia	1925-1931
Hungría	1925-1931
Irak	1925-1931
Brasil	1928-1931
Venezuela	1927-1931
India	1927-1931
Dinamarca	1927-1931
Bulgaria	1927-1931
Checoslovaquia	1929-1931
Bolivia	1929-1931
Portugal	1931-1931
El Salvador	1920-1932
Nicaragua	1922-1932
Colombia	1923-1932
Suecia	1924-1932
Alemania	1924-1932
Egipto	1925-1932
México	1925-1932
Canadá	1926-1932
Ecuador	1927-1932
Noruega	1928-1932
Grecia	1928-1932
Japón	1930-1932
Yugoslavia	1931-1932
Perú	1931-1932
Costa Rica	1922-1933
Haití	1922-1933
Sudáfrica	1925-1933
Chile	1926-1933

País	Período
Uruguay	1928-1933
Rumania	1929-1933
Honduras	1931-1933
Filipinas	1933-1933
Estados Unidos*	1922-1934
Guatemala	1926-1934
Italia	1928-1934
Bélgica	1926-1935
Holanda	1925-1936
Suiza	1925-1936
Polonia	1927-1936
Francia	1928-1936

* Cuando Estados Unidos sale del patrón oro de entreguerras, la economía estadounidense entra en lo que Edward W. Kemmerer denominó "patrón oro calificado" (*qualified gold standard*).
Fuentes: Elaboración propia con base en Lawrence Officer, "Gold Standard", en *EH.Net Encyclopedia*, editada por Robert Whaples, 26 de marzo de 2008, http://eh.net/encyclopedia/article/officer.gold standard (consultada el 1 de octubre de 2009), y en Barry Eichengreen, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford, Oxford University Press, 1996, pp. 188-191.

Bibliografía selecta recomendada

La literatura sobre la historia financiera y monetaria es vasta. En primer término, recomendamos una serie de obras de referencia que son indispensables para la consulta de definiciones de términos económicos y financieros, eventos claves e interpretaciones de las principales crisis financieras:

David Glasner (ed.), *Business, Cycles and Depressions: An Encyclopedia*, Nueva York, Garland, 1997.

P. Newman, M. Milgaat, J. Eatwell, *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Nueva York, Macmillan, 1992.

S. Durlauf y L. Blume (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Nueva York, Macmillan, 2008, 8 vols.

Joel Mokyr (ed.), *The Oxford Encyclopedia of Economic History*, Nueva York, Oxford University Press, 2003, 5 vols.

En segundo término, recomendamos la consulta de algunos sitios de Internet que también incluyen información sobre la temática. Por ejemplo, es de gran utilidad el sitio de la Economic History Association (Estados Unidos), EH.Net, cuya dirección es http://eh.net/. De igual manera pueden consultarse los sitios de las demás asociaciones de historia económica. En lengua española, son de especial utilidad los de la Asociación

Biblioteca Sapiens Historicus

Española de Historia Económica (http://www.aehe.net/) y de la Asociación Mexicana de Historia Económica (http://www.economia.unam.mx/amhe/index.html).

Para estudios históricos, una excelente fuente es la revista *Financial History Review*, editada por Cambridge University Press, que es órgano de la European Association of Banking and Financial History, que también publica numerosos libros sobre historia financiera. A su vez, una colección espléndida de monografías de historia monetaria y financiera es la que dirige Michael Bordo: "Studies in Macroeconomic History", en Cambridge University Press. Para información sobre sitios de interés actuales referidos a la crisis contemporánea, recomendamos la página web del libro http//www.historiadelascrisis.com/.

Nuestra sintética selección bibliográfica comienza con algunas obras generales de historia financiera y monetaria. Luego incluimos sugerencias de lecturas por periodos y capítulos. Las obras citadas incluyen referencias bibliográficas adicionales que son de consulta obligada.

Obras generales: Historia financiera y monetaria (de fines del siglo XIX a principios del siglo XXI)

Aldcroft, Derek H. y Michael J. Oliver (1998): *Exchange Rate Regimes in the Twentieth Century*, Londres, Edward Elgar.

Bordo, Michael, Alan Taylor y Jeffrey Williamson (2003): *Globalization in historical perspective*, Chicago, University of Chicago Press.

Bordo, Michael y Barry Eichengreen: "Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization",

National Bureau of Economic Research, Working Paper N° 8716. http://www.nber.org/papers/w8716.

Eichengreen, Barry (1996): *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton, Princeton University Press.

Ferguson, Niall (2001): *The Cash Nexus: Money and Power in the Modern World, 1700-2000*, Londres, Allen Lane/Penguin Press, 2001.

Flandreau, Marc, Carl-Ludwig Holtfrerich y Harold James (2003): *International Financial History in the Twentieth Century. System and Anarchy*, Londres, Cambridge University Press.

Goodhart, Charles y Gerhard Illing (2002): *Financial Crises: Contagion and the Lender of Last Resort. A Reader*, Oxford, Oxford University Press.

James, Harold (2009): *The Creation and Destruction of Value: The Globalization Cycle*, Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press.

Kindleberger, Charles (1978): *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Nueva York, Basic Books.

Marichal, Carlos (1989): *A Century of Debt Crises in Latin America, 1820-1930*, Princeton, Princeton University Press. Versión en español: *Historia de la deuda externa de América Latina*, Madrid, Alianza Editorial, 1992.

Michie, Ranald (1999): *The London Stock Exchange: A History*, Nueva York, Oxford University Press.

Reinhart, Carmen M. y Kenneth S. Rogoff (2009): *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, Princeton University Press.

Smith, Roy e Ingo Walter (1997): *Global Banking*. Nueva York, Oxford University Press.

Suter, Christian (1992): *Debt Cycles in the World-Economy: Foreign Loans, Financial Crises and Debt Settlements, 1820-1990*, Westview, Boulder, Colorado.

Torrero Mañas, Antonio (2006): *Crisis financieras. Enseñanzas de cinco episodios*, Madrid, Marcial Pons.

Capítulo 1 (1870-1914)

Aceña, Pablo Martín y Javier Reis (eds.) (2000): *Monetary Standard in the Periphery: Paper, Silver and Gold, 1854-1933*, Londres, St. Martin's Press.

Bagehot, Walter (1968): *Lombard Street: El mercado monetario de Londres*, México, Fondo de Cultura Económica.

Bonelli, Franco (1971): *La crisis de 1907. Una tappa dello sviluppo industriale in Italia*, Turín, Einaudi Foundation.

Bordo, Michael, Hugh Rockoff y Angela Reddish (1996): "A Comparison of the Stability and Efficiency of the Canadian and American Banking Systems, 1870-1925", en *Financial History Review*, Vol. 3, N° 1, abril.

Bordo, Michael y Forrest Capie (eds.), (1994): *Monetary Regimes in Transition*, Cambridge, Cambridge University Press.

Breton, Yves, Albert Broder y Michel Lutfalla (eds.) (1997): *La longue stagnation en France: l'autre Grande Depression, 1873-1897*, París, Economica.

Bruner, Robert F. y Sean D. Carr (2007): *The Panic of 1907: Lessons Learned from the Market's Perfect Storm*, Hoboken, New Jersey, John Wiley and Sons.

De Cecco, Marcello (1974): *Money and Empire: The International Gold Standard, 1890-1914*, Oxford, Basil Blackwell.

Cortés Conde, Roberto (1989): *Dinero, deuda y crisis: Evolución fiscal y monetaria en la Argentina, 1862-1890*, Buenos Aires, Sudamericana.

Eichengreen, Barry (1985): *The Gold Standard in Theory and History*, Nueva York, Mathuen.

Ferguson, Niall (1998): *The Pity of War: Explaining World War I*, Basic Books, Nueva York.

Flandreau, Marc (2004): *The Glitter of Gold: France, Bimetallism and the International Gold Standard, 1848-1873*, Oxford, Oxford University Press.

Lauck, W. J. (1907): *The Causes of the Panic of 1893*, Boston, Houghton Mifflin and Company.

Luca, Einaudi (2001): *Money and Politics: European Monetary Unification and the International Gold Standard, 1865-1873*, Oxford, Oxford University Press.

Michie, Ranald (2006): *The Global Securities Market: A History*, Oxford, Oxford University Press.

Silber, William L. (2007): *When Washington Shut Down Wall Street: The Great Financial Crisis of 1914 and the Origin's of America's Monetary Supremacy*, Princeton, Princeton University Press.

Tortella, Gabriel (1973): *Los orígenes del capitalismo en España: Banca, industria y ferrocarriles en el siglo XIX* , Madrid, Editorial Tecnos.

Wicker, Elmus (2000): *Banking Panics of the Gilded Age*, Cambridge, Cambridge University Press.

Wood, John H. (2005): *A History of Central Banking in Great Britain and the United States*, Nueva York, Cambridge University Press.

CAPÍTULO 2 (1920-1944)

Bernanke, Benjamin (2000): *Essays on the Great Depression*, Princeton, New Jersey, Princeton University Press.

Bordo, Michael, Claudia Goldin y Eugene White (Eds.) (1998): *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*, Chicago, University of Chicago Press.

Chernow, Ron (2001): *The House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of Modern Finance*, Nueva York, Grove Press.

Drake, Paul (1989): *The Money Doctor in the Andes: The Kemmerer Missions, 1923-1933*, Londres, Duke University Press.

Eichengreen, Barry (1992): *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Nueva York, Oxford University Press.

Feinstein, Charles; Peter Temin y Gianni Toniolo (1998): *L'economia europea tra le due guerre*, Roma, Laterza.

Friedman, Milton y Anna Jacobson Schwartz (1963): *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton, National Bureau of Economic Research / Princeton University Press.

Galbraith, John Kenneth (1976): *El crac del 29*, Barcelona, Ariel.

James, Harold (1989): *The German Slump: Politics and Economics, 1924-1936*, Oxford, Oxford University Press.

Kindleberger, Charles (1973): *The World in Depression, 1929-1939*, Berkeley, University of California Press.

Mouré, Kenneth (2002): *The Gold Standard Illusion: France, the Bank of France and the International Gold Standard, 1914-1939*, Oxford, Oxford University Press.

Tafunell, Xavier (2005): "La economía internacional en los años de entreguerra (1914-1945)", en F. Comín, M. Hernández y

E. Llopis (eds.), *Historia económica mundial*, Barcelona, Crítica, pp. 287-339.

Temin, Peter (1976): *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?*, Nueva York, Norton.

— (1989): *Lessons from the Great Depression*, Cambridge, Massachusetts MIT Press.

Tortella, Gabriel, (2001) *La revolución del siglo XX*, Madrid, Taurus, capítulos 4-8.

White, Eugene N. (1990): "The Stock Market Boom and Crash Revisited", en *Journal of Economic Perspectives*, vol. 3, N° 2, 1990.

Capítulo 3 (1944-1971)

Barciela, Carlos: "La edad de oro del capitalismo (1945-1973)", en F. Comin; M. Hernández y E. Llopis (eds.), *Historia económica mundial*, Barcelona, Crítica, pp. 330-390.

Crafts, Nick y Gianni Toniolo (eds.) (1996): *Economic Growth in Europe since 1945*, Londres, Cambridge University Press.

Eichengreen, Barry (2006): *The European Economy since 1945: Coordinated Capitalism and Beyond*, Princeton University Press.

García Heras, Raúl (2008): *El Fondo Monetario y el Banco Mundial en la Argentina, 1955-1969*, Buenos Aires, Ediciones Lumiere.

James, Harold (1996): *International Monetary Cooperation since Bretton Woods*, Nueva York, Oxford University Press

James, Harold y Juan Carlos Martínez Oliva (eds.): *International Monetary Cooperation across the Atlantic*, Frankfurt, European Association for Banking and Financial History.

Moffit, Michael (1983): *The World's Money: International Banking from Bretton Woods to the Brink of Insolvency*, Nueva York, Simon & Schuster.

Payer, Cheryl (1974): *The Debt Trap: The International Monetary Found and the Third World*, Nueva York, Monthly Review Press.

Solomon, Robert (1977): *The International Monetary System 1945-1976: An Insider's View*, Nueva York, Harper and Row.

Volcker, Paul y Toyoo Gyhoten (1992): *Changing Fortunes: The World's Money and the Threat to American Leadership*, Nueva York, Random House.

Capítulo 4 (1971-1990)

Abdelal, Rawi (2007): *Capital Rules: The Construction of Global Finance*, Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press.

Branford, Sue y Bernardo Kucinski (1988): *The Debt Squads: The US, the Banks and Latin America*, Londres, Zed Books.

Boughton, James M. (2001): *Silent Revolution: The International Monetary Fund, 1979-1989*, Washington D.C., IMF.

Brenner, Robert (2006): *The Economics of Global Turbulence*, Nueva York, Verso.

Brenta, Noemí, Elsa Gracida y Mario Rapoport (2009): "Argentina, México y el FMI en la crisis de los sesenta", en *Ciclos en la Historia, la Economía y la Sociedad*, Vol. 18, N° 35-36, pp. 12-48.

Cline, William (1995): *International Debt Reexamined*, Washington, Institute for International Economics, Washington D.C.

Delamaide, Darrell (1984): *Debt Shock: The Full Story of the World Credit Crisis*, Nueva York, Doubleday Company, Inc.

Devlin, Robert (1989): *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story*, Princeton, Princeton University Press.

Eichengreen, Barry y Peter Lindert (eds.) (1989): *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, Cambridge, Massachusetts, MIT Press.

Guitián, Manuel (1992): *The Unique Nature of the Responsibilities of the International Monetary Fund*, Washington, International Monetary Fund.

Girón, Alicia (1995): *Fin de siglo y deuda externa: historia sin fin. Argentina, Brasil y México*, México, UNAM-Cambio XXI.

Lichtensztejn, Samuel y Mónica Baer (1987): *Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial. Estrategias y políticas del poder financiero*, México, Ediciones Cultura Popular.

Pauly, Louis W. (1997): *Who Elected the Bankers: Surveillance and Control in the World Economy*, Nueva York, Cornell University Press.

Sebastián, Luis de (1998): *La crisis de América Latina y la deuda externa*, Madrid, Alianza.

CAPÍTULO 5 (1990-2006)

Aglietta, Michel y Sandra Moatti (2000): *El FMI: Del orden monetario a los desórdenes financieros*, Madrid, Akal.

Atienza Azcona, Jaime (2002): *La deuda externa del mundo en desarrollo*, Madrid, Akal.

Bonelli, Marcelo (2004): *Un país en deuda. La Argentina y su imposible relación con el FMI*, Argentina, Planeta.

Correa, Eugenia, Alicia Girón y Alma Chapoy (coords.) (2005): *Consecuencias financieras de la globalización*, México, UNAM-Miguel Ángel Porrúa.

Duménil, Gérard y Dominique Lévy (2000): *Crisis y salida de la crisis. Orden y desorden neoliberales*, México, Fondo de Cultura Económica.

Eichengreen, Barry (2004): *Capital Flows and Crises*, Londres, MIT Press.

Eichengreen, Barry y Richard Portes (coords.) (1995): *Crisis? What crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*, Londres, Centre for Economic Policy Research.

Estefanía, Joaquín (2000): *Aquí no puede ocurrir. El nuevo espíritu del capitalismo*, Madrid, Taurus.

Ffrench-Davis, Ricardo y Stephany Griffith-Jones (eds.) (1995): *Coping with Capital Surges: The Return of Finance to Latin* America, Colorado, Lynne Rienner Publishers.

García, Clara (2005): *Capital extranjero y política económica. Las crisis financieras del sudeste asiático*, Madrid, Fundamentos.

Goldstein, Morris (1998): *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures and Systemic Implications*, Washington, Institute for International Economics.

Kahler, Miles (1998): *Capital Flows and Financial Crises*, Nueva York, Cornell University Press.

Krugman, Paul (1999): *El retorno de la economía de la depresión*, Barcelona, Crítica.

Lamfalussy, Alexandre (2000): *Financial Crises in Emerging Markets*, Nueva York, Yale University Press.

Manrique Campos, Irma (coord.) (2000): *Arquitectura de la crisis financiera*, México, UNAM-Miguel Ángel Porrúa.

Ocampo, José Antonio (1999): *La reforma financiera internacional: un debate en marcha*, Santiago de Chile, CEPAL.

Sheng, Andrew (2009): *From Asian to Global Financial Crisis: An Asian Regulator's Views of Unfettered Finance in the 1990s and 2000s*, Nueva York, Cambridge University Press.

Soros, George (1999): *La Crisis del Capitalismo Global. La sociedad abierta en peligro*, España, Debate.

Stallings, Barbara (1995): *Global Change, Regional Response: The New International Context Development*, Cambridge, Cambridge University Press.

Stiglitz, Joseph (2004): *Los Felices 90. La semilla de la destrucción*, México, Taurus.

Teunissen, Jan Joost y Age Akkerman (eds.), (2006): *Global Imbalances and the US Debt Problem: Should Developing Countries Support the US Dollar?*, La Haya, Fondad.

Ugarteche, Oscar (1996): *El falso dilema: América Latina en la economía global*, Lima, Fundación Friedrich Ebert.

— (2004): *Adiós Estado, Bienvenido Mercado*, Lima, Fundación Friedrich Ebert.

Woodward, Bob (2000): *Maestro: Greenspan's Fed and the American Boom*, Nueva York, Simon & Schuster.

Capítulo 6 (2009)

Bellamy Foster, John y Fred Magdoff (2009): *The Great Financial Crisis: Causes and Consequences*, Nueva York, Monthly Review Press.

Blustein, Paul (2005): *And the Money Kept Rolling in (and out)*, Nueva York, Public Affairs.

Bourguinat, Henri y Eric Briys (2009): *L'arrogance de la finance, comment la théorie financiare a produit le krach*, París, La Découverte.

Brunnermeier, Markus, Andrew Crockett, Charles Goodhart, Avinash D. Persaud y Hyum Shin (2009): *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Ginebra International Center for Monetary and Banking Studies y CEPR, Geneva Reports on the World Economy N° 11.

Cooper, George (2008): *The Origin of Financial Crises. Central Banks, Credit Bubbles and the Efficient Market Fallacy*, Nueva York, Vintage Books.

Davies, Howard y David Green (2009): *Regulación Financiera Mundial*, Barcelona, Paidós.

Dehesa, Guillermo de la (2009): *La primera gran crisis financiera del siglo XXI*, Madrid, Alianza.

García Montalvo, José (2008): *De la quimera inmobiliaria al colapso financiero. Crónica de un desenlace anunciado*, Barcelona, Antoni Bosch.

Griffith-Jones, Stephany, José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.) (2010): *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, Oxford, Oxford University Press.

Joshua, Isaac (2009): *La grande crise du XXIe siècle*, París, La Découverte.

Kaufman, Henry (2009): *The Road to Financial Reformation: Warnings, Consequences Reforms*, Nueva York, John Wiley and Sons.

McDonald, Duff (2009): *Last Man Standing: The Ascent of Jaimie Dimon and JPMorgan Chase*, Nueva York, Simon & Schuster.

Muolo, Paul y Mathew Padilla (2008): *How Wall Street Caused the Mortgage and Credit Crisis: Chain of Blame*, New Jersey, Wiley.

Olavarrieta, José Antonio, Emilio Ontiveros (*et al.*) (2009): *La crisis financiera: Su impacto y la respuestas de las autoridades*, España, Analistas Financieros Internacionales.

Ross Sorkin, Andrew (2009): *Too Big to Fail: The inside story of how Wall Street and Washington fought to save the financial system*, Nueva York, Viking.

Shiller, Robert J. (2008): *The Subprime Solution*, Princeton, Princeton University Press.

Tarullo, Daniel K. (2008): *Banking on Basel: The Future of International Financial Regulation*, Washington, Peterson Institute for International Economics.

Tibman, Joseph (2009): *The Murder of Lehman Brothers: An Insider's Look at the Global Meltdown*, Nueva York, Brick Tower Press.

Torrero Mañas, Antonio (2008): *La crisis financiera internacional y económica española*, Madrid, Encuentro.

Toussaint, Eric (2008): *El Banco del Sur y la nueva crisis internacional*, Madrid, Editorial El Viejo Topo.

Ugarteche, Oscar (*et al.*) (2010): *Beyond Bretton Woods: The transnational economy in search of new institutions*, México, UNAM Instituto de Investigaciones Económicas/Ginebra, The Observatoire de la Finance/Tokio, Pacific Asia Resources Center.

Wolf, Martin (2008): *Fixing Global Finance*, Baltimore, Johns Hopkins University Press.

Zandi, Mark (2008): *Financial Shock: A 360° Look at the Subprime Mortgage Implosion and How to Avoid the Next Financial Crisis*, New Jersey, Pearson Education.

Agradecimientos

La escritura de este libro no hubiera sido posible sin el apoyo de varios jóvenes economistas e historiadores que me ayudaron de manera entusiasta durante los últimos meses de trabajo en la conclusión de este manuscrito y son mis más estrechos colaboradores. Deseo subrayar la ayuda de Manuel Bautista González por su auxilio con todo el material estadístico y gráfico, así como por la enorme cantidad de sugerencias sobre materiales de utilidad para el análisis de la crisis contemporánea. También ha sido fundamental el apoyo de Erick Rodríguez Solares, quien trabajó intensamente en la preparación del capítulo seis. Igualmente decisiva ha sido la colaboración de Roxana Álvarez Nieves, quien ha organizado el texto del manuscrito, realizó gran número de correcciones y aseguró una óptima presentación para la edición. A todos ellos, mis más sinceras gracias.

Por otra parte, debo subrayar mi agradecimiento a varios colegas que me han ayudado de manera directa e indirecta a través de los años. En primer lugar, cito a Guy Pierre, quien me introdujo al estudio de los ciclos económicos y las crisis financieras desde hace ya tres decenios. Luego, fueron fundamentales las amables invitaciones de Michael Bordo a varios seminarios intensivos, en los que pude familiarizarme con los autores de una nueva literatura histórica referida a las crisis financieras. Otros

colegas que siempre han servido de inspiración en lo relacionado con el estudio de las crisis financieras en numerosos encuentros y a través de sus obras son: Pablo Martín Aceña, Albert Broder, Youssef Cassis, Roberto Cortes Conde, Barry Eichengreen, Marc Flandreau, José Quijano, Jaime Reis, Eric Toussaint, Gail Triner y Eugene White. Agradezco muy especialmente la invitación de Oscar Ugarteche para presentar una síntesis de mis reflexiones en un coloquio internacional en octubre de 2008, en medio de la explosión de la crisis contemporánea. También fue de gran utilidad la invitación que me hizo poco después Carlos Dávila a la Universidad de los Andes en Bogotá para presentar una apretada síntesis de la investigación que culminaría en el libro. A Francisco Rodríguez Garza y Graciela Márquez les debo un fuerte estímulo que me llevó a continuar mis investigaciones sobre este tema, y quiero agradecerles por sugerencias de lecturas que fueron esenciales para este trabajo. Asimismo deseo expresar mi aprecio a Pablo Riguzzi por la cuidadosa lectura que hizo de primeros borradores de este manuscrito y sus valiosos comentarios. Un muy especial reconocimiento a Graciela Pampín por la revisión de la versión final del manuscrito. Mi profunda gratitud también por la colaboración tan eficaz de los colegas de la Editorial Sudamericana, que se han encargado de la edición del manuscrito, Paula Viale, Lorena Giménez, Mariana Creo y Ana Dusman, así como por la colaboración de Miguel Aguilar, director de la colección *Debate*, y de Mercedes Casanova, mi agente literaria.

Agradezco al personal de la magnífica biblioteca de El Colegio de México, muy especialmente a Víctor Cid y Micaela Chávez por todo el apoyo a la investigación que me han brindado a través de los años. Por último, extiendo mi profundo reco-

nocimiento al Centro de Estudios Históricos de El Colegio de México, donde soy profesor investigador, por la libertad de trabajo que me ha dado, la cual ha hecho posible que desarrolle mis investigaciones durante tanto tiempo y por el sabático que me permitió dedicarme a la redacción de este libro.

Indice detallado

Introducción 11
Pasado, presente y teoría 27

Capítulo 1 37
La primera globalización: Las crisis financieras en la época clásica del capitalismo liberal, 1873-1914
La primera crisis financiera mundial: 1873 40
El despegue de la globalización financiera y el patrón oro 53
La primera crisis de los mercados emergentes: las crisis de 1890-1891 62
La crisis de 1893 en Norteamérica 68
Crisis de 1907 y 1914 71
Las crisis de 1914 y la creación del Federal Reserve Bank 77

Capítulo 2 85
El colapso financiero de 1929: ¿Por qué hubo una Gran Depresión en los años 30?
De la guerra a la paz inestable: La crisis de 1920-1921 87
Las reparaciones y la hiperinflación alemana de 1922-1923 92
El regreso al patrón oro: 1925-1928 97
El auge bursátil internacional de los años 20 102
El "crac" de Wall Street en 1929 y sus consecuencias 107

Fracaso de la cooperación internacional y abandono del patrón oro 117
Respuestas de la economía política a la crisis: El New Deal en Estados Unidos 122
Consecuencias perversas de la crisis: El Nazismo en Alemania en los años 30 127
América Latina en los años 30: La crisis y la recuperación 130

Capítulo 3 137
Las finanzas mundiales en la era de Bretton Woods, 1944-1971: ¿Por qué hubo tan pocas crisis?
El diseño de un nuevo orden internacional en medio de las ruinas del anterior 139
Bloques de poder y guerra fría: La estabilidad simétrica 150
La *época de oro* del desarrollo económico (1950-1973) 154
Inestabilidad monetaria en Europa y Estados Unidos en los años 60 170

Capítulo 4 179
Orígenes de la globalización contemporánea, 1973-1990: ¿Por qué hubo auge y crisis de la deuda externa en los países en desarrollo?
Post mórtem de Bretton Woods, 1971-1973: La larga recesión y la estanflación de los años 70 181
El tobogán financiero internacional en los años 70: Los bancos se globalizan y los gobiernos se endeudan 195
Préstamos para dictaduras y gobiernos autoritarios en América Latina, 1973-1982 200
El efecto Volcker: El pico de las tasas de interés en Estados Unidos y la crisis mexicana de 1982 205

La crisis internacional de las deudas desde 1982: Contagio y renegociaciones. ¿Se trataba de una crisis mundial? 212
Renegociaciones, el plan Baker/Brady y las paradojas del fin de una década 219

Capítulo 5 225
La globalización financiera al final del milenio, 1990-2006: ¿Por qué se multiplicaron las crisis?
El *Big Bang*: La globalización financiera se exporta de Londres al mundo.... 228
Contradicciones políticas y económicas del despegue globalizador..... 239
La multiplicación de las crisis financieras en los países emergentes entre 1994 y 2001 245
México: La crisis de los "tesobonos" (1995) y el rescate internacional 250
Las crisis asiáticas y los nuevos colapsos financieros en Latinoamérica, 1997-2001 257
Lecciones de las crisis financieras de 1994-2001 264
Los felices años 90 se prolongan hasta 2006 en Estados Unidos 268

Capítulo 6 273
La crisis financiera y económica de 2008-2009
Orígenes de la crisis en Estados Unidos, 2001-2007 279
La increíble dinámica del mercado hipotecario y los peligrosos créditos *subprime* 287
Las señales de una tormenta inminente: 2006-2008 292
Las semanas negras de septiembre de 2008 299

Los rescates financieros en el Reino Unido y la Unión Europea 307
Impactos y respuestas a la crisis en América Latina 311
La crisis de 2008: Algunos contrastes con la Gran Depresión de los años 30 315

Epílogo 323
La gran recesión y las reformas de la arquitectura financiera internacional
La Gran Moderación y los fracasos en la previsión de la Gran Crisis 326
¿Cambios en la regulación bancaria y en la arquitectura financiera internacional? 331
Cambios en el sistema monetario internacional: ¿Fin del patrón dólar? 336
El futuro de los organismos multilaterales como el FMI y el Banco Mundial 342
Fiscalidad y deudas a raíz de la Gran Recesión: Contradicciones globales 346

Apéndice 381

Bibliografía 395

Agradecimientos 409

Índice detallado 413

Índice de Gráficos, Diagramas y Cuadros 417

Índice de Gráficos, Diagramas y Cuadros

Gráficos

1. Incidencia de crisis bancarias, cambiarias y gemelas, 1884-1998 36
1.1. Exportaciones de capitales de Gran Bretaña, 1865-1885 (millones de libras esterlinas) 49
1.2. Exportaciones de capitales de Gran Bretaña, 1882-1918 (millones de libras esterlinas) 67
2.1. Comportamiento real de la bolsa de valores de Nueva York, 1920-1945 (promedio mensual de los valores diarios al cierre del índice S&P) 110
2.2. Impactos internacionales de la Gran Depresión. Índices de producción industrial, 1927-1935 (1929=100) 116
3.1. Comportamiento real de la bolsa de valores de Nueva York y del mercado inmobiliario de Estados Unidos, 1944-1971 157
3.2. Convergencia del PIB per cápita en economías industriales, 1944-1971 (puntos porcentuales) 162
4.1. Comportamiento real de la bolsa de valores de Nueva York y del mercado inmobiliario de Estados Unidos, 1973-1990 187
4.2. Precio internacional del barril de petróleo crudo, 1973-1990 (en dólares corrientes y de 2007) 191

Biblioteca Sapiens Historicus

4.3. Tasa de interés efectiva de los títulos de deuda federal de referencia de Estados Unidos, 1973-1990 (puntos porcentuales) 207
4.4. Deuda externa total de la Argentina, Brasil, Chile y México, 1970-1990 (miles de millones de dólares) 216
5.1. Comportamiento real de la bolsa de valores de Nueva York y del mercado inmobiliario de Estados Unidos, 1990-2006 228
5.2. Comportamiento de la bolsa de valores y del mercado inmobiliario de Japón. 1985-2000 239
5.3. Comportamiento de los tipos de cambio de algunas economías emergentes frente al dólar estadounidense, 1990-2000 258
6.1. Tasa de interés efectiva de los títulos de deuda federal de referencia de Estados Unidos 2000-2008 (puntos porcentuales) 280
6.2. Comportamiento real de la bolsa de valores de Nueva York y del mercado inmobiliario de Estados Unidos, 2000-2009/1 291
6.3. Rescate a instituciones financieras y Ley de Emergencia para la Estabilización Económica en Estados Unidos, 2008 (miles de millones de dólares) ... 304
6.4. Producción industrial, Mercados financieros y Volumen de comercio mundiales 1929 y 2008/9 ... 321 y 322
7.1. Comportamiento de los tipos de cambio nominales de algunas economías frente al dólar estadounidense, 2000-2009 (2000/01=100) 338

Diagramas

1. Las crisis financieras del capitalismo clásico, 1866-1914 35
2. Principales crisis financieras de los siglos XX y XXI 35
1.1. Patrón oro clásico 54
2.1. Fin del patrón oro de entreguerras 119
5.1. Crisis en economías periféricas 250
6.1. Red financiera global, 2005 276

Cuadros

2.1. El New Deal: legislación para la recuperación económica y reformas sociales 126
2.2. Deudas externas latinoamericanas y moratorias, 1930-1945 135
3.1. Bretton Woods, las instituciones financieras internacionales y los bancos de desarrollo regional ..... 145 y 146
5.1. Transacciones financieras internacionales, 1982-2004 (en miles de millones de dólares) 234
6.1. Antecedentes y estallido de la crisis financiera mundial, 2007-2008 ..... 296 y 297

Apéndice

Diagrama A.1.: Crisis bancarias y crisis cambiarias 383
Diagrama A.2.: Mercados y crisis en economías desarrolladas 384
Diagrama A.3.: Mercados y crisis en economías periféricas 384
Diagrama A.4.: El sistema monetario internacional en 1969 ... 385
Diagrama A.5.: Áreas monetarias después de la entrada de Gran Bretaña al mecanismo europeo de tipos de cambio (EERM, octubre de 1990) 385

Diagrama A.6.: Introducción del euro, 1999 386
Diagrama A.7.: Áreas monetarias en la actualidad 386
Gráfico A.1.: Comportamiento real de la bolsa de valores de Nueva York y del mercado inmobiliario de Estados Unidos, 1950-2009/1 387
Gráfico A.2.: PIB per cápita mundial promedio, 1950-2006 (nivel en dólares internacionales Geary-Khamis de 1990 y tasa de crecimiento en puntos porcentuales) 388
Cuadro A.1.: Principales crisis financieras, 1857-1914 389
Cuadro A.2.: Principales crisis financieras, 1920-2008 ... 390 y 391
Cuadro A.3.: Patrón oro clásico 392
Cuadro A.4.: Patrón oro de entreguerras ..... 393 y 394

DEBATE HISTORIA / ECONOMÍA

ENTRE MEDIADOS DE SEPTIEMBRE Y FINALES DE OCTUBRE DE 2008, LAS BOLSAS Y LOS SISTEMAS BANCARIOS E HIPOTECARIOS DE LOS ESTADOS UNIDOS SUFRIERON EL EFECTO DE UN VERDADERO TSUNAMI FINANCIERO, AL QUE SIGUIÓ UNA CADENA DE PÁNICOS BANCARIOS Y BURSÁTILES QUE SE EXTENDIÓ A ESCALA MUNDIAL Y HA SIDO CONSIDERADA COMO LA PEOR CRISIS FINANCIERA EN OCHENTA AÑOS.

Desde entonces no hay día que pase sin que se formulen nuevas preguntas: ¿Se justifican las medidas de rescate adoptadas por gobiernos y bancos centrales en todo el planeta? ¿Cuáles fueron las causas de ese enorme descalabro? ¿Por qué los bancos centrales no previeron los peligros e intentaron desinflar las inmensas burbujas financieras?

Carlos Marichal nos ofrece un resumen de la historia de las mayores crisis financieras tanto del pasado como de nuestra época con el objeto de comprender la debacle económica en que nos hallamos inmersos. Gracias a la perfecta combinación de rigor en la investigación y talento expositivo, conocemos los antecedentes históricos y las justificaciones de las medidas tomadas para superar la crisis, y entenderemos mejor una cuestión vital para nuestro bienestar presente y futuro.

ISBN 978-987-1117-85-7

9 789871 117857

www.editorialdebate.com
www.rhm.com.ar