

LA FASE DEFLACIONARIA DE LA CRISIS Y LA RECESIÓN ACTUAL

ARTURO GUILLÉN R.

INTRODUCCIÓN

En el segundo semestre de 1990 la economía de Estados Unidos concluyó la expansión más larga desde la posguerra. A partir de 1984, y aunque de manera desigual, la mayoría de los países industrializados acompañaron a la economía norteamericana en dicho proceso de expansión. Las tasas de crecimiento fueron, sin embargo, inferiores a las experimentadas en el periodo 1945-1970. Para la mayoría de los países subdesarrollados, por el contrario, el "auge" de los ochenta significó una agudización sin paralelo de la crisis, con retrocesos económicos y sociales sin precedentes.

Este autor considera que los países desarrollados no han salido aún de la crisis estructural iniciada a finales de los años sesenta y que aún falta un largo trecho por recorrer para encontrar dicha salida. El objetivo principal de este texto es demostrar que en los años ochenta la crisis comienza a transitar a una fase deflacionaria, que se expresa con mayor nitidez después del crac de las bolsas de valores en 1987, y sobre todo a partir de 1990.

En otros trabajos se ha caracterizado la crisis estructural como una crisis del modo de regulación vigente desde la posguerra.¹ La estabilidad estructural de la reproducción del capital durante la larga fase de prosperidad de la posguerra dependía, en gran medida, de la eficacia

¹ Véase del autor, "Crisis del sistema de regulación monopolista estatal", en *Naturaleza de la actual crisis*. México, 1986, Editorial Nuestro Tiempo.

de procedimientos de regulación estrechamente vinculados al “intervencionismo estatal”. De ahí que al estallar y desarrollarse la crisis, cobraran fuerza las tesis neoliberales y una política que pone en el centro el liberalismo económico y propugna una economía con “menos Estado”.

La crisis de regulación es una crisis de largo plazo de duración incierta, en la que se manifiesta un proceso de sobreacumulación duradera de capital. El ciclo económico, cuyo funcionamiento clásico ha sido perturbado entre otras cosas por el papel del Estado y la inflación crónica, no crea por sí mismo las condiciones necesarias para reiniciar la reproducción estable y duradera del capital.

LA CRISIS, EXPRESIÓN DE LA CARENCIA DE UN LIDERAZGO EFECTIVO A NIVEL MUNDIAL

Como en el caso de crisis estructurales anteriores, la actual expresa el fin de la hegemonía de la potencia económica dominante, Estados Unidos. La crisis es un espacio en el que a través de pugnas cada vez más abiertas entre la potencia declinante y las potencias emergentes, se van conformando nuevos bloques de poder y se redefine el liderazgo a nivel mundial.

A semejanza de la crisis de los años veinte y treinta que señaló el ocaso de la hegemonía británica y el ascenso de la hegemonía norteamericana, la crisis contemporánea marca la erosión del liderazgo estadounidense y el ascenso de potencias emergentes como Japón y Alemania Federal.

La hegemonía de Estados Unidos se quebrantó desde finales de los años sesenta, cuando se comenzaron a manifestar los primeros síntomas de la crisis estructural, principalmente en la esfera monetario-financiera.

La erosión del liderazgo norteamericano se manifiesta en los siguientes aspectos principales:

—Pérdida del poder de reglamentación del funcionamiento de la economía internacional.

—Pérdida de la hegemonía monetaria, al dejar de ser el dólar un patrón internacional eficiente para la regulación de las operaciones internacionales.

—Declinación permanente de la participación de Estados Unidos

en la producción, comercio y finanzas mundiales, razón por la cual deja de ser acreedor internacional para convertirse en una de las naciones más endeudadas del planeta.

En los años ochenta, Estados Unidos intentó recobrar su hegemonía amparado en su supremacía militar y mediante el manejo de instrumentos monetarios y financieros (tasas de interés y tipo de cambio, principalmente). Estos instrumentos encuentran en la actualidad cada vez mayores dificultades para mantener un liderazgo efectivo, ya que si bien permitieron la recuperación económica de los años ochenta, resultaron crecientemente ineficaces para resolver los desequilibrios de la economía norteamericana e internacional.

En la actualidad se producen profundos cambios en el escenario económico-político mundial que expresan tanto la continuación de la crisis, como la búsqueda de una salida mediante el establecimiento de nuevos bloques de poder. El ascenso de Alemania Federal y Japón, la unificación alemana, el Proyecto de la Cuenca del Pacífico, la integración económica europea, el proceso de la perestroika en la Unión Soviética, las transformaciones políticas en Europa del Este, son procesos que apuntan en esa dirección. Se trata, sin embargo, de bloques en gestación, de realineamientos insuficientemente definidos.

Un problema que limita extraordinariamente la emergencia de una nueva potencia hegemónica es el hecho de que si bien el liderazgo económico de Estados Unidos se ha quebrantado, conserva su supremacía militar, lo que le permite determinar todavía el curso de la política mundial. Ninguna de las potencias emergentes, sea Alemania o Japón, está en condiciones de suplir a Estados Unidos en sus funciones político-militares.

La confianza en la supremacía militar norteamericana como elemento definidor de la hegemonía, permea las posiciones de sus más connotados asesores. Así, por ejemplo, Z. Brzezinski, director del Consejo Nacional de Seguridad durante el gobierno de James Carter, afirma:

Yo no creo en la noción de moda de una América en declinación, ni veo ningún país emergente que nos reemplace. Europa . . . va a ser un gran poder económico, pero no militar y estará políticamente dispersa. Japón no tendrá tampoco significación militar y su capacidad para funcionar como un poder económico mayor depende en gran medida en el grado en que nosotros (los E.U.) y ellos puedan construir una relación mayor más estable (. . .) El cuar-

to mayor poder será probablemente la Unión Soviética, aunque pienso que está presente la posibilidad de que este país no exista más, pues se ha sumergido en una crisis interna sin fecha de terminación a la vista.²

En la definición del nuevo liderazgo se perfilan, en medio de importantes contradicciones, tres posibles polos de poder:

—Europa Unida, liderada por Alemania en alianza con Francia.

—Japón, circunscrito a su área de influencia asiática.

—Estados Unidos, replegado también a su área de influencia americana.

La Unión Soviética, sujeta a un profundo proceso de reestructuración económica y política de resultados inciertos, intenta participar dentro del proyecto europeo, aunque a los países occidentales si bien les interesa la integración económica de los países de Europa Oriental, ven con reservas la participación soviética. Es probable también que la Unión Soviética busque alianzas con Japón, y eventualmente con China, para aislar a Estados Unidos y contrarrestar el ascendente poderío europeo. A estas alturas de la "globalización", tampoco sería descabellado pensar en un mayor acercamiento entre Estados Unidos y la Unión Soviética.

La posibilidad de una mayor relación entre Estados Unidos y Japón en el marco de la Cuenca del Pacífico, del tipo de la sugerida por Brzezinski, es otra opción en la conformación de un nuevo bloque de poder. No obstante las contradicciones entre ambas potencias (potencia declinante *vs.* potencia emergente) son muy importantes para dejarlas de lado.

LA FASE DEFLACIONARIA DE LA CRISIS

Las crisis de regulación son procesos duraderos que se desenvuelven a lo largo de varios años. Tal fue el caso de la gran crisis del siglo pasado que se inició en 1873 y concluyó en 1896, de la crisis de los años treinta de este siglo que terminó hasta la conclusión de la Segunda Guerra Mundial, y de la crisis actual que se inició a finales de los años sesenta y cuya salida aún es incierta.

Las crisis estructurales, en cuanto fenómenos de largo plazo, están

² Revista *Fortune*, 26 de marzo de 1990, p. 132.

sujetos a un proceso de desarrollo, caracterizado por la destrucción y reestructuración del viejo modo de regulación y por la creación de uno nuevo. En términos generales, y con las diferencias que marca cada momento histórico, las crisis de regulación atraviesan por dos grandes fases:³

1. Una primera fase "expansionista", en la que se desestructuran los sistemas productivos nacionales vigentes y en la que predominan las tendencias a la inflación, a la internacionalización de la economía y a la apertura hacia el exterior.

2. Una segunda fase deflacionaria, en la que el crecimiento se obstaculiza o desaparece por completo, se presenta un crecimiento cada vez más desproporcionado de la esfera financiera de la economía en relación con la esfera productiva y predominan el repliegue de las economías hacia dentro y las tendencias al proteccionismo.

La crisis actual ha atravesado también por dos grandes fases. La primera cubriría, *a grosso modo*, el periodo 1968-1980 y estaría caracterizada por la ruptura del modo de regulación vigente y la desintegración de los sistemas productivos nacionales; la agudización del proceso inflacionario; y la expansión sin precedente del mercado mundial que se manifestó en el crecimiento del comercio de mercancías, de las inversiones extranjeras directas y del endeudamiento internacional del Tercer Mundo.

La segunda fase se iniciaría al comienzo de los años ochenta y sus principales rasgos serían: un menor crecimiento de la producción en los países desarrollados; la severa crisis y ajuste de la mayoría de los países en vías de desarrollo; la disminución del ritmo de crecimiento del comercio mundial; el reforzamiento de las prácticas proteccionistas de los países desarrollados; la contracción de los flujos de inversión extranjera directa y de los créditos externos, sobretodo hacia los países subdesarrollados; la desregulación y fragilidad crecientes de los sistemas financieros; y la mayor propensión a la volatilidad y al estallamiento de crisis bursátiles y financieras.

A diferencia de la crisis de los años treinta, la deflación actual se desenvuelve de manera más compleja, más contradictoria y menos abierta. Ello obedece, en buena medida, al hecho de que se dispone ahora de mejores instrumentos y se posee mayor experiencia en el

³ Véase Gerard de Bernis, "Propuestas metodológicas para un análisis de la primera fase del 'trabajo de crisis' en la crisis del modo de regulación", en *Naturaleza de la actual crisis Ob. cit.*, pp. 150-185.

manejo de la política económica, lo cual hace que la deflación no aflore y su aparición se retrase, dando lugar a fenómenos paradójicos como la recuperación extraordinariamente larga de los países desarrollados en los años ochenta.

Uno de los cambios más importantes en relación con crisis anteriores, es la existencia de una red de seguridad en los sistemas financieros (rol del prestamista de última instancia) que ha impedido hasta ahora que dislocaciones importantes en un punto de la cadena del sistema se trasladen al conjunto y afecten el sistema productivo.

Dentro de la fase deflacionaria, habría que distinguir la existencia de dos momentos:

—1982-1987, periodo caracterizado por la crisis de la deuda externa; el crecimiento lento de los países desarrollados; la profundización de la crisis económica y el ajuste de las economías del Tercer Mundo; la desregulación financiera; y la aplicación del neoliberalismo y el cambio en las funciones del Estado;

—1987 a la fecha, periodo en el que se agudizan las tendencias al estancamiento económico y a la deflación y en el cual existe mayor propensión al surgimiento recurrente de crisis bursátiles y financieras.

Primer momento: 1982-1987

Entre 1976 y 1980, las economías industrializadas experimentaron un proceso de recuperación estimulado por la expansión del mercado mundial (cuadro 1). La recuperación si bien significó un repunte moderado de la producción, no implicó la solución de la crisis estructural, ni el control de los agudos procesos inflacionarios y de los desequilibrios de la economía internacional (déficit presupuestal y déficit externo) gestados durante el auge de la posguerra. La política económica del periodo fue una política *de stop-go* caracterizada por la aplicación de medidas de restricción monetaria y fiscal en los momentos en que la inflación cobraba mayor fuerza, y de medidas expansionistas cuando la actividad económica se desaceleraba más de lo deseado.

La economía del endeudamiento internacional hizo posible que las economías del Tercer Mundo mantuvieran su capacidad de importar pese a sus mayores desequilibrios comerciales y financieros. Los precios de los productos básicos se mantuvieron al alza.

Los países en desarrollo registraron en 1974-1982 un crecimiento del

PIB de 4.3%, inferior al experimentado en 1969-1973 (7.2%), pero aún así superior al de los países desarrollados (cuadro 1).

CUADRO 1. *Crecimiento e inflación en la economía mundial 1969-1989*
(Tasas anuales)

	1969-1973	1974-1982	1983-1989
<i>Crecimiento</i>			
Países industriales	4.3	2.1	3.6
Países en desarrollo	7.2	4.3	3.6
África	7.5	2.8	1.8
América	6.9	3.8	1.7
Asia	5.2	5.9	7.4
Europa	5.9	3.9	2.6
Oriente Medio	11.9	3.5	1.0
Países con dificultades recientes en el servicio de la deuda	6.6	3.6	1.9
<i>Inflación</i>			
Países industriales	5.6	9.6	3.9
Países en desarrollo	10.0	24.2	49.5
África	7.5	16.9	17.2
América	17.0	52.0	177.3
Asia	7.5	9.8	9.4
Europa	6.1	19.0	47.0
Oriente Medio	6.5	15.5	16.0
Países con dificultades recientes en el servicio de la deuda	11.9	34.8	107.8

FUENTE: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, mayo de 1990.

El crecimiento en esos países fue posible por la abundancia de recursos crediticios externos en el mercado internacional, lo que les permitió sustentar un alto nivel de gasto e inversión públicos.

La recuperación de finales de la década pasada llegó a su fin con la recesión de 1980-1982 que afectó en forma generalizada a los países industrializados. El crecimiento del PIB en estos países disminuyó de 3.3% en 1976-1980 a 1.5% en 1981 y -0.2% en 1982. La producción industrial registró una baja superior a la de la economía en su conjunto.

La recesión fue acompañada por una aceleración notable del proceso inflacionario. La inflación en los países desarrollados pasó de una tasa anual de 5.6% en 1969-1973 a 9.6% en 1974-1982. En el mismo período, en los países en vías de desarrollo pasó de 10 a 24.2%. En 1980, año en que se inició la recesión y en que la inflación alcanzó su pico más alto, la tasa anualizada de crecimiento de los precios al consumidor fue 13.5% en Estados Unidos, 18% en Gran Bretaña, 13.3% en Francia y 7.7% en Japón (cuadro 2).

CUADRO 2. *Crecimiento de los precios al consumidor*
(porcentaje)

Año	E.U.	Japón	Alemania	Francia	Gran Bretaña
1980	13.5	7.7	5.4	13.3	18.0
1981	10.3	4.9	6.3	13.4	11.9
1982	6.2	2.7	5.3	11.8	8.6
1983	3.2	1.9	3.3	9.6	4.6
1984	4.3	2.3	2.4	7.4	5.0
1985	3.6	2.0	2.2	5.8	6.1
1986	1.9	0.6	-0.2	2.5	3.1
1987	3.7	n.d.	0.3	3.3	4.2
1988	4.0	0.7	1.2	2.7	4.9
1989	4.6	2.6	3.2	3.6	7.7
1990	5.4	4.2	2.7	3.6	10.9

FUENTE: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales Anuario*.

En los primeros años de los ochenta, la crisis entró en una nueva etapa en la que comenzaron a cobrar fuerza, sobre todo en la esfera internacional, las tendencias a la deflación. Paradójicamente, esta nueva etapa de la crisis coincide con el inicio de la recuperación más larga

de la posguerra en los países industrializados. En los países subdesarrollados, por el contrario, la crisis se profundizó y se convirtió en la más severa de toda su historia moderna. En los ochenta, se produjo un quiebre importante en la política económica mediante el abandono gradual y parcial de los instrumentos de corte keynesiano y la puesta en marcha de políticas neoliberales.

A diferencia del periodo previo, el proceso de internacionalización del capital sufrió una notable contracción. El comercio internacional mostró ritmos lentos de crecimiento, en comparación con la década anterior. Los precios de las materias primas, incluidos los de los hidrocarburos, se desplomaron. El índice de precios de los productos básicos disminuyó de 100.0 en 1980 a 80 en 1987 (cuadro 3). La contracción del comercio coincidió con un ascenso del proteccionismo pese a las prédicas de los gobiernos respecto a la conveniencia del libre cambio.

CUADRO 3. *Precios de los productos básicos y las manufacturas*
(DEG; índice: 1980 = 100)

Año	Productos básicos no combustibles ¹	Productos alimenticios	Productos para la prep. de bebidas	Materias primas agrícolas	Minerales y metales	Petróleo	Manufacturas ²
1980	100	100	100	100	100	100	100
1981	99	107	87	97	94	106	106
1982	95	97	94	99	88	104	111
1983	104	109	105	104	96	97	111
1984	111	113	127	116	94	101	112
1985	97	96	113	100	90	97	115
1986	81	73	113	88	78	43	117
1987	80	68	74	106	79	50	119
1988	95	83	71	112	118	39	121
1989 ³	103	90	73	113	132	46	127

¹ El índice global incluye productos alimenticios, productos para la preparación de bebidas, materias primas agrícolas, minerales y metales.

² Valor unitario de la exportación de productos manufacturados de los países industriales.

³ Primer trimestre.

FUENTE: *Boletín del FMI*, 31 de julio de 1989.

A partir de 1982 se registró también una contracción aguda de los flujos de crédito externo dirigidos al Tercer Mundo, principalmente los provenientes de los bancos privados internacionales. El flujo anual de créditos privados a los países en vías de desarrollo pasó de 74 mil millones de dólares (MD) en 1982 a 30 mil MD en 1985.

La política económica “ofertista”

La estrategia elegida para lograr la recuperación económica de Estados Unidos bajo la administración de Ronald Reagan, se basó en la llamada teoría “ofertista” que sostiene que el origen de la crisis norteamericana reside en la falta de ahorro interno, lo que a su vez conduce a una baja inversión. La responsabilidad principal del bajo nivel del ahorro interno recae en el gobierno, debido a que absorbe una parte creciente de la riqueza mediante un exagerado gasto público y altas cargas impositivas que desalientan a los inversionistas privados.

Para elevar el ahorro interno, la “reaganomía” postuló una reducción del gasto público y una reforma tributaria que mediante la disminución de los impuestos liberara recursos para la inversión. El déficit presupuestal generado en un primer momento se compensaría con los gravámenes de la nueva base productiva que se crearía al elevarse la inversión. Como afirman P. Sweezy y M. Magdoff, en el fondo la teoría ofertista se apoya en el viejo dogma clásico y neoclásico de la ley de Say, según la cual toda oferta crea su propia demanda y todo ahorro se convierte automáticamente en inversión.⁴

Después de una severa caída del PIB en Estados Unidos durante 1982 (-2.5%), el aparente éxito de la nueva estrategia se vio plasmado en el elevado crecimiento de la economía en los dos años subsecuentes (3.5% en 1983 y 6.5% en 1984), y la reducción de la inflación que lo acompañó. En 1985-1987, la recuperación se mantuvo, aunque con tasas menores: 2.7% en 1985, 2.5% en 1986 y 2.8% en 1987. La tasa de inflación se redujo de 10.3% en 1980 a 1.9% en 1986, cuando alcanzó su nivel más bajo (cuadro 2).

La recuperación de la economía norteamericana se apoyó en cuatro elementos claves:

⁴ Paul M. Sweezy y Harry Magdoff. “La teoría del ofertismo y la inversión de capital”, en *Estancamiento y explosión financiera en Estados Unidos*, México, 1988, Siglo XXI ed.

- La sobrevaluación del dólar.
- La elevación de las tasas reales de interés.
- La desregulación de las actividades financieras.
- La transferencia masiva de capitales de los países en vías de desarrollo a los países desarrollados para el pago del servicio de la deuda externa.

La política de sobrevaluación del dólar se apoyó en una agresiva política de elevación de las tasas de interés, empujadas al alza por la desregulación financiera y la creciente competencia entre los bancos y demás instituciones financieras. En un primer momento, dicha política provocó el estancamiento de Europa y afectó severamente a los países del Tercer Mundo. La tasa real de interés del mercado monetario, que fue negativa en 1980, cambió de signo a partir de 1981, cuando llegó, en términos anualizados, a 5.51%. Se mantuvo en niveles superiores o cercanos al 5% hasta 1986, cuando se inició un ligero descenso. Como puede observarse en el cuadro 4, durante casi toda la década la tasa real en Estados Unidos fue superior a la de otros países industrializados, con excepción de Inglaterra, cuyas tasas reales alcanzaron los niveles más altos desde 1986.

CUADRO 4. *Tasas de interés reales del mercado monetario*

Año	Estados Unidos	Japón	Alemania	Gran Bretaña
1980	—0.12	3.00	3.47	—2.02
1981	5.51	2.41	4.71	1.09
1982	5.70	4.13	3.20	2.54
1983	5.70	4.41	1.99	4.29
1984	5.69	2.59	3.08	2.50
1985	4.34	4.40	2.93	4.41
1986	4.82	4.17	4.78	7.04
1987	2.85	3.41	3.41	5.24
1988	3.47	2.90	3.30	5.41
1989	4.21	2.51	3.68	5.64
1990	2.49 ¹	2.83 ²	4.28 ²	3.71 ³

¹ enero-noviembre.

² enero-octubre.

³ enero-marzo.

FUENTE: Elaborado con datos del FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*.

La política de altas tasas de interés y de dólar sobrevaluado permitió a Estados Unidos financiar con deuda sus crecientes déficit presupuestal y en cuenta corriente. Este país se convirtió de acreedor internacional en el más importante deudor, de la misma manera que ocurrió con Gran Bretaña en el periodo de entreguerras.

Dicha política, combinada con una fuerte restricción monetaria, fue un factor clave para controlar el proceso inflacionario. Para los países del Tercer Mundo dichas medidas hicieron más difíciles sus condiciones financieras y comerciales. La política de ajuste iniciada entonces fue un mecanismo de primer orden para acelerar el proceso inflacionario, que en el caso de algunos países (Brasil, Argentina, Bolivia, etcétera) llegó a niveles de hiperinflación. La política reaganiana operó, en síntesis, como mecanismo desinflacionista en los países desarrollados y como propulsor de la inflación en los países en vías de desarrollo.

Dentro de la ofensiva "liberalizadora" un papel importante fue asignado a la desregulación financiera. El abandono parcial de las reglamentaciones establecidas o reforzadas durante los años treinta, en la época del *New Deal*, se convirtió en uno de los objetivos prioritarios de la política económica. Las entidades bancarias y financieras encontraron en la desregulación uno de los principales medios para elevar la rentabilidad de sus capitales y hacer frente a la creciente competencia internacional. Mediante la desregulación, pudieron ofrecer tasas de interés más altas para elevar la captación de recursos. Pudieron, asimismo, incursionar en inversiones y préstamos de alto riesgo para hacer rentables sus operaciones y compensar el costo más alto de la captación. Como afirman Sweezy y Magdoff, la explicación de las altas tasas de interés hay que buscarla más que en decisiones de política económica o en el alto nivel del déficit presupuestal, en la acelerada desregulación del sistema financiero norteamericano y de otros que se dio entre 1980 y el crac bursátil de 1987.⁵

Entre los principales rasgos de la desregulación, destacan los siguientes:

—El desarrollo de instituciones financieras no bancarias.

—La pérdida de importancia relativa de los bancos frente a otros intermediarios, lo que implicó el gradual abandono de las funciones tradicionales de captación y crédito de los bancos. La menor participación de los billetes y de las cuentas de cheques (M1) en el dinero en

⁵ P. Sweezy y Harry Magdoff, "El déficit federal, los problemas reales". *Ob. cit.*

circulación frente a otras formas de dinero que se miden en el rubro de M3 y M4, refleja fielmente esta situación.

La creación de nuevos instrumentos financieros, incluyendo instrumentos de alto riesgo como los "bonos chatarra", los mercados de futuros de divisas y títulos, las órdenes de recompra, etcétera. En la actualidad, en Estados Unidos existen alrededor de 600 instrumentos financieros, contra unas cuantas decenas al comenzar los ochenta.

—El reforzamiento de las tendencias a borrar las fronteras de las instituciones especializadas para crear una banca universal.

—La internacionalización creciente de las operaciones bancarias.

Otro elemento fundamental para entender el comportamiento de la economía internacional en los ochenta, fue la conversión de los países en vías de desarrollo en exportadores netos de capital. Como resultado del pago del servicio de la deuda externa, las transferencias de valor de la periferia al centro alcanzaron niveles sin precedentes en la historia moderna. Según la CEPAL, en el periodo 1980-1990 América Latina transfirió al exterior recursos netos por 225 mil MD. El traslado masivo de recursos es uno de los principales factores explicativos de la profundidad de la crisis y de los desequilibrios de esta región. Por contrapartida, dicha transferencia contribuyó a mejorar las ganancias de los bancos internacionales y a estabilizar al sistema financiero internacional durante el periodo 1982-1987.

A diferencia de la crisis de los treinta, que permitió un relajamiento de los lazos de dependencia de América Latina y alentó el surgimiento de proyectos de desarrollo autónomos, la crisis actual reforzó al máximo dichos lazos. La crisis de la deuda externa ha sido un valioso instrumento para restar autonomía a la política económica de los países latinoamericanos e imponer una estrategia de desarrollo que favorece la apertura de las economías y su inserción en la "economía mundial".

Los saldos de la "reaganomía"

La política ofertista hizo posible la recuperación de la economía norteamericana. En el periodo 1982-1988, el PIB creció a una tasa promedio del 4%. Las ganancias de las corporaciones se incrementaron, lo que se tradujo en un repunte de la inversión y del empleo. La inflación en los países desarrollados pudo ser contenida mediante el control es-

tricto de la oferta monetaria, la caída drástica de los precios de los productos básicos y las importaciones baratas derivadas de un dólar sobrevaluado.

Pese a ello, el éxito de la reaganomía es muy cuestionable. Aunque la rentabilidad de las empresas se elevó en forma apreciable, sobretudo en el periodo 1982-1984, el mayor excedente económico no se volcó a las actividades productivas. Una parte importante y creciente se dirigió a los servicios, a la esfera financiera de la economía y a otras actividades especulativas.

El incremento mismo de la inversión bruta fija requiere ser precisado. El grueso de las inversiones se dirigieron a la modernización y racionalización de los procesos, más que a la ampliación de la planta productiva. Más del 70% de la inversión se destinó a comprar equipos, contra un 55% en los años sesenta.⁶

En otras palabras, el repunte de la inversión estuvo vinculado al interés de restablecer márgenes de rentabilidad y competitividad de las empresas y de ninguna manera es comparable a la ola de inversiones que acompañó al auge de la posguerra. La inversión en las actividades productivas continuó afectada por la incertidumbre causada por la inestabilidad de los tipos de cambio y de las tasas de interés y por el impacto deflacionista de la política de ajuste en los países del Tercer Mundo.

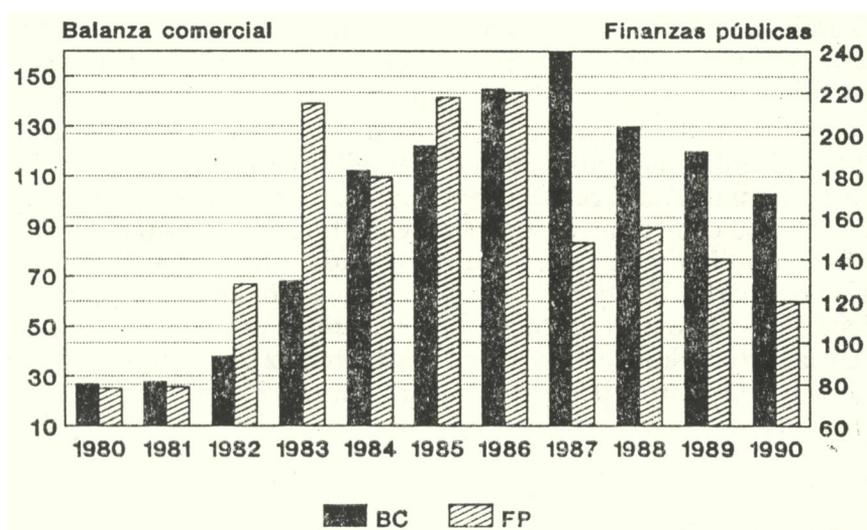
A diferencia también del auge de la posguerra, la recuperación de los ochenta no permitió mejorar los niveles de ingreso de la mayoría del pueblo norteamericano. Los salarios reales prácticamente no han registrado ninguna mejoría desde 1973. El porcentaje que vive por debajo de los niveles de "pobreza absoluta" es muy alto. La distribución del ingreso se modificó en favor de los más ricos. Según un estudio reciente de Lawrence Michel y David Frankel, en 1947-1973 el ingreso familiar en Estados Unidos se incrementó 111%, mientras que en los últimos dieciséis años sólo aumentó 9%. En 1973 el 40% más pobre recibía el 17% del ingreso, mientras que el 20% más rico se embolsaba el 41%. En 1988, la participación del 40% más pobre se redujó al 15%, mientras que la participación del 20% más rico se ensanchó al 44%.⁷

⁶ Citado por José Rangel, "La reaganomics y la hegemonía estadounidense. Un deterioro irreversible", *Revista Comercio Exterior*, Vol. 40, núm. 1, México, enero de 1990.

⁷ Tomado de Peter Passel, "Economic Scene", *The New York Times*, 5 de septiembre de 1990.

El talón de Aquiles de la política "ofertista" fue su notoria incapacidad para controlar los déficit presupuestal y de la balanza de pagos. La administración Reagan aspiraba conseguir el equilibrio del presupuesto hacia 1986. Se suponía que los recortes a los impuestos incrementarían la inversión y ensancharían la base gravable, lo cual, combinado con el control de los gastos públicos, eliminaría gradualmente el déficit. El resultado fue exactamente el opuesto: los ingresos se alestargaron y los gastos siguieron creciendo impulsados principalmente por los gastos militares y los pagos de intereses de la deuda pública. El déficit presupuestal pasó de 78 000 MD en 1981 a 212 000 MD en 1986 (gráfica 1).

GRÁFICA 1. Déficit comercial y de las finanzas en los Estados Unidos (1980-1990)



e) Estimado.

FUENTE: Elaborado con datos del FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*. Los datos del último año fueron tomados de *The New York Times*.

Los gastos militares no hicieron otra cosa que crecer. Como porcentaje del presupuesto, pasaron del 22.7% en 1980 al 28.0% en 1987. Un

defensor de la economía ofertista decepcionado con su aplicación durante el gobierno de Reagan, atribuye el fracaso en la reducción del déficit a la expansión de los gastos militares. En su opinión, solamente el 21% del incremento del déficit es atribuible a las disminuciones de impuestos. El 56% fue determinado por los gastos de defensa y un 13% por otros gastos.⁸ Entre estos últimos ocuparon un lugar destacado los crecientes pagos del servicio de la abultada deuda pública, la cual se infló para financiar el déficit gubernamental. Los pagos netos de intereses pasaron del 10.1% del gasto público en 1981 al 13.8% en 1987.

El desequilibrio externo empeoró año tras año al unisono con el déficit presupuestal, como un reflejo de la erosión del poderío estadounidense en la economía mundial (gráfica 1). En forma paralela se expandieron los superávits comercial y en cuenta corriente de Japón y Alemania. El déficit comercial norteamericano pasó de 28 mil MD en 1981 a 160.2 miles de MD en 1987. El déficit en cuenta corriente, por su parte, evolucionó en el mismo periodo de 6.7 miles de MD a 152.5 miles de MD. En cambio, el superávit en cuenta corriente de Japón y Alemania Federal pasó, respectivamente, de 47.7 miles de MD y 33.1 miles de MD en 1981 a 87 mil MD y 45.6 miles MD en 1987.

A partir de 1985, el Grupo de los Siete (G-7) acordó la devaluación gradual del dólar para atenuar los desequilibrios entre Estados Unidos, Japón y Alemania, sin conseguir resultados notables. La insensibilidad de la balanza comercial ante los movimientos de los tipos de cambio vino a comprobar que éstos dependen cada vez menos del comercio exterior de mercancías y cada vez más de los movimientos de capitales, en donde el elemento especulativo juega un papel central. Se calcula que en la actualidad se operan en los mercados de cambio entre 150 y 200 mil MD diarios. De ese total, sólo un 10% se utiliza para financiar operaciones de comercio o inversión.

Séguno momento de la fase deflacionaria: 1987 a la fecha

Hacia 1987 un conjunto de fenómenos anunciaban el tránsito de la crisis a una nueva etapa. La recuperación de la economía norteamericana perdía fuerza, al tiempo que la economía japonesa y alemana

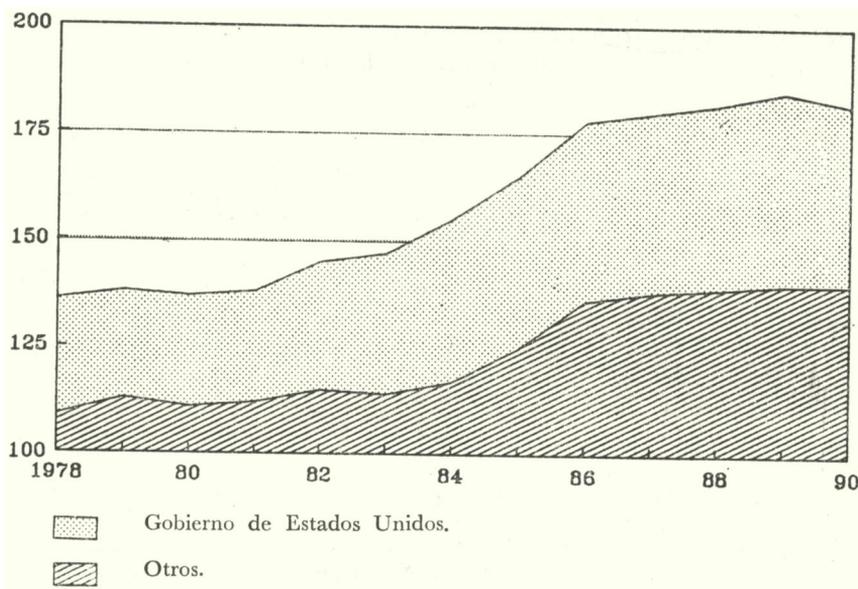
⁸ Laurence B. Lindsey, *The growth experiment*. Citado en *Financial Times*, 22 de marzo de 1990.

costraban dinamismo. Los países en vías de desarrollo sometidos a una política de ajuste que les cercena toda posibilidad de crecimiento por la transferencia de recursos al exterior, se convirtieron en una de las principales fuerzas deflacionarias.

Pese a la reducción del valor del dólar, los desequilibrios externos, como se dijo arriba, continuaban en ascenso. La devaluación del dólar orilló a las autoridades monetarias de Estados Unidos a mantener altas las tasas de interés para sostener el flujo de capitales hacia ese país, proceso que comenzó a mostrar crecientes dificultades. Por otro lado, el déficit presupuestal, no obstante el interés declarado por reducir su magnitud y la aplicación de algunos recortes poco significativos al gasto, se mantenía en niveles muy altos.

La inestabilidad creciente de los mercados de cambio y la volatilidad de las tasas de interés, así como la no solución de los "déficit gemelos" de la economía norteamericana comenzaron a manifestarse en el comportamiento de los mercados financieros internacionales.

GRÁFICA 2. *Deuda como porcentaje del PIB*



FUENTE: *The Economist*, 29 de septiembre de 1990.

Durante el primer momento de la fase deflacionaria (1982-1987), el sector financiero se desarrolló enormemente en el marco de la desregulación. El auge de las bolsas de valores y el desarrollo de la especulación parecía no tener fin. La bola de nieve del endeudamiento se agigantó durante los años ochenta. La deuda total de Estados Unidos —que incluye la deuda pública, la de las corporaciones y la de los consumidores— creció a una tasa superior a la del producto nacional. Como puede observarse en la gráfica 2, a partir de 1981 la deuda como proporción del PNB creció aceleradamente y no se detuvo su crecimiento hasta el crac de 1987.

La deuda pública pasó del 32.5% del PNB en 1981 al 51.8% en 1987. La deuda externa creció al mismo ritmo que la pública y en el periodo 1981-1987 casi se triplicó, al pasar de 136.6 miles de MD a 299.7 miles de MD (cuadro 5). La deuda de las corporaciones no se quedó atrás. Desde finales de los años setenta los pagos de intereses de las empresas se duplicaron y alcanzan en la actualidad 35 ctvs. de cada dólar de ganancia antes de impuestos.⁹ Un desarrollo semejante del endeudamiento se dio en otros países desarrollados y del Tercer Mundo.

CUADRO 5. *Deuda pública de Estados Unidos como porcentaje del PNB* (miles de millones de dólares)

Año	Deuda pública	Deuda externa	Porcentaje de la deuda pública en el PNB	Porcentaje de la deuda respecto de la deuda pública
1980	908.5	129.7	33.2	14.2
1981	994.3	136.6	32.5	13.7
1982	1 136.8	149.5	35.9	13.1
1983	1 371.2	166.3	40.2	12.0
1984	1 564.1	192.9	41.4	12.8
1985	1 817.0	224.8	45.2	12.8
1986	2 120.1	263.4	50.1	12.4
1987	2 345.6	299.7	51.8	12.7
1988	2 600.8	362.1	53.2	13.9
1989	2 866.2	393.4	54.7	13.7

FUENTE: *Economic Report of the President*, Washington, mayo de 1990.

⁹ *Business Week*, 10 de septiembre de 1990.

A lo largo de los ochenta se acrecentó el divorcio entre la esfera financiera y la esfera productiva de la economía. En 1987, en un marco caracterizado por el desbordamiento de la especulación, el deterioro de la hegemonía monetaria del dólar —el cual perdía crecientemente su función de reserva—, el desgaste de la recuperación norteamericana, la inestabilidad de las tasas de interés y de cambio y la no solución de los déficit estructurales de la economía internacional, se produjo el crac del 19 de octubre en la Bolsa de Valores de Nueva York, que se irradió con la velocidad de la luz a otros mercados.

El crac puso de manifiesto la amplitud de la brecha entre el sector productivo y el sector financiero de la economía. Con el crac se activó la deflación, la que en forma localizada y limitada, se había iniciado en los primeros años de los ochenta.

A diferencia de los treinta, la existencia de una red de seguridad de los sistemas financieros ha impedido hasta ahora que las crisis bursátiles o las crisis financieras localizadas (derrumbe del mercado de bonos chatarra, quiebra de asociaciones de ahorro y préstamos, etcétera) se conviertan en una crisis financiera generalizada y que ésta desemboque en una deflación del tipo de la Gran Depresión. Sin embargo, la fragilidad del sistema financiero es cada vez mayor, y pese a todos los obstáculos, la inflación avanza.

En suma, a partir de 1987 se inicia un nuevo momento de la fase deflacionaria en el cual, de manera contradictoria, compleja y distinta a otras crisis, se agudizan las tendencias a la recesión y el sistema muestra mayor propensión al surgimiento de crisis bursátiles y financieras.

EL DESARROLLO DE LA CRISIS FINANCIERA

Desde 1987, los sistemas financieros internacionales han mostrado una fragilidad creciente. Las crisis financieras, como afirma H. Minsky siempre tienen un “foco” —una o varias instituciones, uno o varios mercados— en el que se manifiesta primeramente la incapacidad para cubrir pagos.¹⁰ En la actualidad los “focos” de la crisis financiera se localizan en:

—La volatilidad de los mercados bursátiles.

¹⁰ Hyman Minsky, “Debt deflation Processes in Today’s Institutional Environment”, en *Quarterly Review*. Roma, Banca Nazionale del Lavoro, núm. 143, diciembre de 1982, p. 387.

- El derrumbamiento de los mercados de bonos de alto riesgo.
- La no solución de la crisis de la deuda externa del Tercer Mundo.
- La quiebra de las asociaciones de ahorro y préstamos.
- Las crecientes dificultades de la banca comercial.
- La volatilidad de los mercados bursátiles.

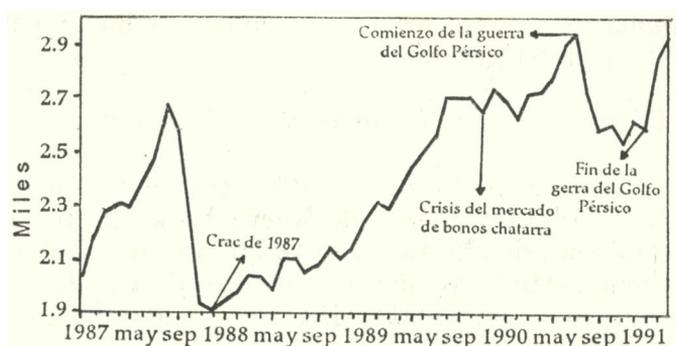
Como se dijo arriba, el *boom* de las bolsas de valores que acompañó a la recuperación de los años ochenta llegó a su fin en 1987. El crac y la posterior etapa de volatilidad de los mercados bursátiles no sólo es el resultado de los “excesos” de la especulación, sino que está ligado al clima general de incertidumbre sobre el futuro de la economía y a la incapacidad de resolver los problemas estructurales de la economía mundial.

Por su magnitud y generalidad, el crac superó al registrado en octubre de 1929. Las pérdidas alcanzadas fueron de 2 billones de dólares, es decir, más del doble del monto de la deuda externa de todo el Tercer Mundo en ese entonces. La intervención de la Reserva Federal (FED) que inyectó liquidez al sistema financiero, impidió que el crac se transformara en una crisis bancaria y financiera generalizada.

Durante 1988 y parte de 1989, las Bolsas recuperaron el terreno perdido e incluso sobrepasaron los niveles anteriores al crac. Sin embargo, el encanto se rompió el 13 de octubre de 1989, cuando la Bolsa de Nueva York perdió 190 puntos en un contexto de inestabilidad de los tipos de cambio y de alzas de la tasa de interés en Europa y Japón (gráfica 3).

El factor que detonó el nuevo desplome fue el fracaso de la compra “apalancada” de la United Airlines, operación financiada con “bonos chatarra”. La baja respondió, pues, a la crisis del mercado de “bonos chatarra” y a las crecientes limitaciones de este mercado para continuar el proceso de fusiones y adquisiciones que acompañó la expansión de los ochenta. La caída en *Wall Street* se trasladó al resto de los plazas bursátiles y mostró que el crac de 1987 no fue un accidente irrepetible.

Los problemas de las Bolsas continuaron en 1990 influidos ahora por las menores ganancias empresariales y el estancamiento de la economía norteamericana. En febrero y marzo se desplomó la Bolsa de Tokio, acumulando en esos dos meses una pérdida de 23.7% en su principal indicador. La caída de la bolsa japonesa obedeció a las alzas registradas en las tasas de interés en el mercado de bonos, a las mayores presiones inflacionarias y a la debilidad del yen japonés.

GRÁFICA 3. *Promedio industrial Dow-Jones. Bolsa de New York* (enero 1987-marzo 1991)

FUENTE: *Economic Report of the President*, Washington, mayo de 1990. Los datos de 1991 fueron tomados de *El Financiero*.

En el segundo trimestre de 1990, las Bolsas experimentaron una recuperación que fue truncada por el estallamiento del conflicto del Golfo Pérsico y las repercusiones negativas que provocó el incremento sustancial de los precios del petróleo. Entre el primero de agosto de 1990, cuando Irak invadió Kuwait, y el 16 de enero de 1991, cuando comenzó la guerra, las Bolsas de valores registraron una fuerte baja, al perder entre un 8 y un 30% de su valor (cuadro 6).

CUADRO 6. *Bolsas de valores internacionales*

Bolsa	(A) 1o. de agosto	(B) 15 de enero	(C) 13 de marzo	Var. % (B) : (A)	Var. % (C) : (B)
Nueva York	2.899	2.490	2.955	-14.11	18.67
Tokio	30.837	22.442	26.418	-27.22	17.72
Londres	2.339	2.054	2.448	-12.18	19.18
Frankfurt	1.892	1.322	1.542	-30.13	16.64
París	437.64	331.55	393.65	-24.24	18.73
Milán	1.053	962	1.137	- 8.64	18.19
Madrid	294.94	214.52	280.40	-27.27	30.71

FUENTE: Elaborado con datos de *El Financiero*.

Desde el estallamiento de la guerra las Bolsas han logrado una importante recuperación. No obstante, no han alcanzado todavía los niveles de agosto de 1991, salvo la bolsa neoyorkina que rebasó en la segunda semana de febrero los 2 900 puntos, un incremento del 16% desde el estallido de la guerra.

Derrumbe del mercado de "bonos chatarra" (MBCH)

El MBCH se derrumbó en el otoño de 1989, contribuyendo con su caída a las bajas de la Bolsa de Valores de Nueva York. El "bono chatarra", junto con otros bonos de alto riesgo, tuvo un gran desarrollo en la década de los ochenta. Mientras que a comienzos de esa década el MBCH manejaba operaciones por 2 000 MD, en su mejor momento llegó a operar 200 000 MD.

El "bono chatarra" fue uno de los principales instrumentos financieros utilizados para impulsar el proceso de fusiones, adquisiciones y reestructuraciones de las corporaciones norteamericanas que se aceleró en los años ochenta. El MBCH responde por aproximadamente entre el 15 y el 20% de las compras apalancadas en Estados Unidos.

El "bono chatarra" es un título de alto riesgo que no tiene respaldo de otros instrumentos como los bonos cupón cero del Departamento del Tesoro. Sin embargo, tiene ciertas similitudes con éstos, ya que es vendido en el mercado a un precio inferior a su valor nominal. El "bono chatarra" paga una tasa de interés superior a la que generan otros instrumentos. El comprador del título se beneficia de los incrementos de los precios y del interés acumulado. En el momento de mayor desarrollo del MBCH en la primavera de 1989, el *spread* entre la tasa del "bono chatarra" y la de los bonos del Tesoro era de hasta cinco puntos porcentuales.

Los agentes financieros más activos en el MBCH fueron: *Drexel, First Boston, Merrill Lynch, Salomon Brothers y Shearson Lehman Hutton*. Los bancos jugaron un papel destacado en el MBCH. Las asociaciones de ahorro y préstamos llegaron a poseer al 31 de marzo de 1990 14 100 MD. Más importante fue el rol jugado por los bancos comerciales en el financiamiento de las "compras apalancadas". Este financiamiento hizo más complejo y vulnerable al sistema financiero, pues al riesgo implícito de los "bonos chatarra" se agregaron los créditos bancarios concedidos para impulsar esas operaciones.

Los problemas en el MBCH comenzaron a manifestarse en el verano

de 1989. Las crecientes tasas de interés y los temores de una recesión lo afectaron seriamente. Los emisores de bonos trataron de contrarrestar las dificultades mediante la elevación de las tasas de interés para atraer a los inversionistas. Sin embargo, este incremento no pudo compensar la caída de los precios que se derivó del fracaso de diversas operaciones de "compras apalancadas".

Los problemas del MBCH se agravaron como consecuencia de la importante baja de la Bolsa de Valores el 13 de octubre de 1989. La baja estuvo influida por el fracaso de la compra apalancada de la United Airlines, al no poder asegurarse un financiamiento de 6 750 MD. Posteriormente, la principal firma financiera que operaba en el MBCH, *Drexel*, se declaró en quiebra; *First Boston* y *Merril Lynch* también enfrentan en la actualidad agudos problemas financieros.

Con la caída de la Bolsa se inició un proceso de retroalimentación entre el mercado bursátil y el MBCH. La volatilidad de los mercados bursátiles se agudizó por los problemas del MBCH, que frenaron el proceso de fusiones y reestructuraciones que se venía dando en el espacio del mercado bursátil. A la inversa, la debilidad del mercado bursátil desalentó el crecimiento del MBCH.

El MBCH se encuentra en un estado de parálisis. La mayoría de los analistas no prevén su reanimación. Los precios de los bonos siguen registrando nuevas bajas. A finales de 1990, el valor de mercado era de alrededor de 150 mil MD, una pérdida de 50 mil MD en relación con su nivel más alto. Los bancos comerciales se retiraron del MBCH desde agosto del año pasado, debido a las prohibiciones gubernamentales para continuar operando con bonos de alto riesgo. Los bancos japoneses que también jugaron fuerte a la especulación, acosados por los problemas financieros de su país, decidieron retirarse del negocio de las compras apalancadas.

Quiebras de las asociaciones de ahorro y préstamos (AAP)

Una de las cuestiones más controvertidas en Estados Unidos en los últimos meses ha sido el fracaso financiero de las AAP (cajas de ahorro) y el costoso plan de rescate puesto en marcha por el gobierno para salvaguardar los recursos de los depositantes.

The New York Times calificó el problema como "el desastre financiero más grande desde la Gran Depresión". En mayo de 1990, el Secretario del Tesoro, Nicholas Brady, estimaba que más de 1 000 insti-

tuciones de ahorro de un total de 2 500 tendrían que ser rescatadas. Una nueva estimación efectuada por el Congreso elevó el número de instituciones quebradas a 1 700 (68% del total). En su testimonio ante el Comité Bancario, Brady calculó el costo del rescate en 130 000 MD, sin considerar los pagos de intereses y siempre y cuando no se agrave la situación del mercado de bienes raíces. Como el rescate será cubierto mediante la emisión de bonos gubernamentales a 30-40 años, el costo total incluyendo intereses, oscilaría entre 325 000 y 500 000 MD.

El fracaso de las AAP se debió a su incapacidad para enfrentar con éxito la desregulación financiera. La falta de regulación estatal fue una de las principales causas de las quiebras. Paradójicamente, durante la Gran Depresión de los treinta las AAP resistieron mejor que los bancos comerciales los embates de la deflación, debido a que estaban sujetos a una estricta regulación que delimitaba sus actividades.

Con la desregulación de los ochenta, las instituciones aplicaron una política de fijación de tasas de interés muy altas para atraer depositantes y colocaron los recursos captados en créditos e inversiones riesgosos, sobretudo en el mercado de bienes raíces del suroeste de Estados Unidos. Una parte importante de esos recursos se colocó en el mercado de "bonos chatarra".

Los problemas se agravaron en 1986, como consecuencia de la baja de los precios del petróleo, lo que afectó severamente a Texas y a los estados del suroeste. Los precios de los terrenos en esa zona comenzaron a derrumbarse. El crac de la Bolsa en 1987 y la crisis posterior de los "bonos chatarra" también afectaron la rentabilidad de las AAP. En 1987 tuvieron pérdidas netas por 6 000 MD, que crecieron a 11 000 MD en 1988 y a 20 mil MD en 1989.

Una alta proporción de las operaciones tuvieron un manejo ilegal. Según un responsable de la operación de rescate, en el 60% de las instituciones fracasadas se descubrieron operaciones fraudulentas y en la mitad de éstas, los malos manejos fueron la causa principal de la quiebra.

El fracaso de las AAP repercute en forma severa sobre el déficit presupuestal. Entre 1989 y 1991 se han solicitado recursos al Congreso por 150 000 MD. El impacto en el mercado de bienes raíces y en la industria de la construcción ha sido muy importante. Los precios de los bienes raíces han disminuido cerca de un 30% desde 1987.

Los problemas están lejos de ser resueltos. Si continúa la baja de los precios de los bienes raíces, cosa probable sobretudo si se profundiza

la recesión, el costo del rescate y la carga sobre los contribuyentes sería mayor, ya que los activos de las asociaciones en venta bajarían de valor por la depresión de los precios en los bienes raíces. En tales circunstancias, la subsistencia misma del sector de asociaciones de ahorro estaría amenazada.

Crisis bancaria

Los bancos comerciales eran considerados el eslabón fuerte del sistema financiero. Recientemente su situación financiera se ha deteriorado, principalmente en Estados Unidos y en menor medida en Japón y Gran Bretaña.

Las utilidades de los bancos norteamericanos durante el primer semestre de 1990 se redujeron 21%, después de haber experimentado una baja de 34% en 1989. Un informe de la Oficina General de Contabilidad (GAO), organismo dependiente del Congreso norteamericano, señaló que 35 de los 200 mayores bancos estadounidenses, que manejan recursos por 45 100 MD, corren el riesgo de quiebra.

Para mejorar su rentabilidad, los bancos en problemas han decidido recortar sus dividendos para elevar sus reservas y aplicar programas de reducción de costos que incluyen despidos de personal. Entre los hechos más sobresalientes que evidencian el deterioro financiero de la banca, se encuentran los siguientes:

—El *Citicorp* reducirá sus gastos anualmente por 1 500 MD durante un periodo de tres años.

—El *Chase Manhattan Bank* decidió reducir los dividendos de sus accionistas a la mitad para elevar sus reservas por préstamos dudosos y anunció el despido de 5 000 empleados.

—El *Bank of Boston* acordó medidas semejantes para enfrentar una pérdida de cerca de 250 MD durante el tercer trimestre de 1990.

—La quiebra del *Bank of New England* que ocupaba el décimo lugar de importancia en Estados Unidos. Este banco perdió 450 MD durante el último trimestre de 1990, situación que provocó una "corrida" de los depositantes de alrededor de 1 000 MD.

Las dificultades de la banca norteamericana se reflejan también en la situación de los organismos de regulación bancaria. Las reservas de la Corporación Federal de Aseguramiento de los Depósitos (FDIC), institución que asegura los depósitos de los bancos, se encuentran en su nivel más bajo desde los años treinta y se estima que seguirán cayen-

do de su nivel actual de 13 000 MD a 4 000 MD a finales de 1991. Para 1992 el ejecutivo estima que la FDIC incurrirá en déficit.

La crisis bancaria depende de una combinación de factores entre los que sobresalen: la debilidad del mercado de bienes raíces, donde los bancos concentran la proporción más alta de sus créditos incobrables;¹¹ el involucramiento en operaciones de “compras apalancadas”, la deuda externa impagable de los países del Tercer Mundo y los créditos dudosos concedidos a regiones del país o sectores de la economía con problemas estructurales. En el caso de Japón, las causas principales del deterioro de sus poderosos bancos son la caída de la Bolsa de Tokio, donde las instituciones habían comprometido cuantiosos recursos, y el involucramiento en el mercado de bienes raíces que, gracias a la especulación, creció como la espuma durante el *boom* bursátil de los ochenta.

El presidente de la FED, Alan Greenspan, reconoció recientemente la gravedad de los problemas que enfrentan los bancos comerciales estadounidenses y los atribuyó al deterioro de la calidad de su cartera de préstamos.

Advirtió que la situación se agravará si se debilitan las condiciones del mercado de bienes raíces o sobreviene una recesión.

Para capotear el temporal, los bancos han reducido y vuelto más selectivos sus créditos y han recurrido a la emisión de bonos con altas tasas de interés para elevar su captación. La contracción del crédito ha sido tan severa que se ha desarrollado un proceso de “estrangulamiento del crédito” (*credit crunch*) que afecta seriamente la rentabilidad de las corporaciones no financieras, sobre todo de las que operan con altos niveles de endeudamiento.

El estrangulamiento del crédito tiene un efecto deflacionario en la economía, impulsa la recesión y restringe el crecimiento del circulante monetario en un momento en que la economía reclama mayor liquidez.

Hasta octubre de 1990, el crédito bancario había disminuido 5 200 MD, después de que en 1989 se incrementó en 18 400 MD. Por otro lado, los bancos han tratado de sostener su captación ofreciendo altas tasas de interés en la emisión de bonos, lo cual encarece el costo del dinero. Los bonos de algunos grandes bancos están ofreciendo rendi-

¹¹ Durante la década de los ochenta los bancos se comprometieron crecientemente en el mercado de bienes raíces, sector en donde floreció la especulación. Mientras que en 1985 los préstamos de bienes raíces representaban el 16% de los activos totales de los bancos, a finales de 1990 significaban el 23.9% del total.

mientos de hasta 14%, más de cinco puntos porcentuales por encima de la tasa de interés de los Bonos del Tesoro.

Las autoridades monetarias estadounidenses tratan de resolver la crisis bancaria con una combinación de medidas de regulación y desregulación. En el primer caso, se ubican las propuestas tendientes a elevar los porcentajes de reserva de los depósitos, limitar el aseguramiento a los depositantes menores, incrementar la capitalización de las instituciones y reestructurar los organismos de regulación, etcétera. Por lo que se refiere a la desregulación, se busca elevar la competitividad de los bancos mediante la modificación de las leyes que impiden el acceso de los mismos a ciertos campos de actividad o ciertas regiones del país.

La propuesta de reestructuración del sistema financiero norteamericano pretende elevar la competitividad de la banca y adaptarla a las condiciones que exige la globalización económica. La eliminación de las trabas legales que limitan actualmente la operación de los bancos a ciertas áreas especializadas o regiones y la eliminación de los seguros a los depositantes mayores si bien darán mayor flexibilidad del sistema, alentarán la concentración del capital en los bancos grandes más rentables e incrementarán los riesgos de insolvencia del sistema.

AVANCE DE LA RECESIÓN ECONÓMICA

Los países capitalistas industrializados se encaminan a una nueva recesión internacional, quizás más compleja que las registradas en las décadas previas. El concepto de "aterrizaje suave" al que supuestamente se dirigían las economías desarrolladas, no fue más que un rótulo elegante para describir la estanflación que aquejaba a varios países desde hace varios meses.

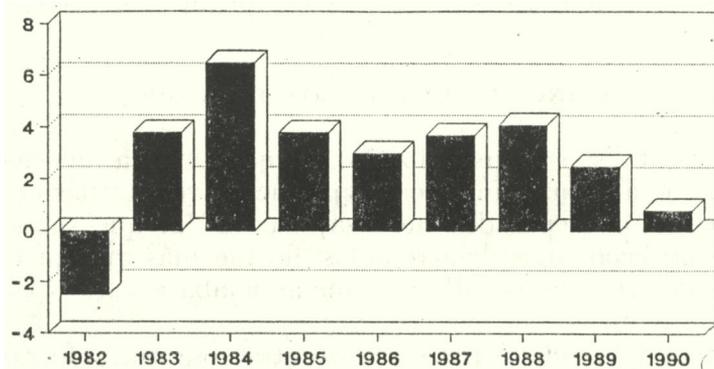
El conflicto del Golfo Pérsico no hizo otra cosa que reforzar un proceso que se venía gestando desde tiempo atrás. La recuperación de los años ochenta y la política que le dio vida, retardó la deflación y el proceso de desvalorización del capital inherente a éste, pero al precio de llevar a sus límites la fragilidad del sistema financiero.

La recesión comenzó en Estados Unidos, Gran Bretaña, Austria, Canadá y Nueva Zelanda durante el segundo semestre de 1990 y se extendió a finales del año a Francia, Italia, Suecia, España y otros países. Las economías de Japón y Alemania siguen creciendo, pero han

perdido dinamismo y revisado a la baja sus expectativas de crecimiento.

Durante el último trimestre del año pasado, el PIB en Estados Unidos decreció 2%, la mayor declinación en los últimos ocho años. El año anterior terminó con una tasa de crecimiento de 0.9%, también la más baja desde la recesión de 1982 (gráfica 4). Hasta febrero de 1991 los principales indicadores económicos mostraban una tendencia a la baja, con excepción de la Bolsa de Valores que inició un importante repunte con el estallido de la Guerra del Pérsico y las expectativas de pronta terminación de la misma. La recesión ha provocado una fuerte disminución de los gastos de los consumidores, el elemento más débil de la demanda agregada, pues los gastos de inversión continuaron su crecimiento, aunque a un menor ritmo. La contracción del empleo ha sido severa. Desde junio de 1990 se ha perdido casi un millón y medio de empleos. La tasa de desempleo se elevó de 5.2% en junio de 1990 a 6.8% en marzo de 1991.

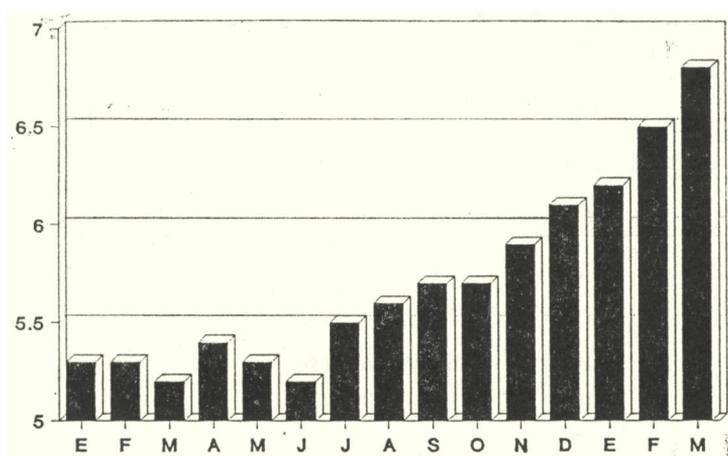
GRÁFICA 4. *Crecimiento real del PIB en E.U.*
(1982-1990)



FUENTE: Elaborado con datos del FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*. Los datos del último año fueron tomados de *The New York Times*.

La economía inglesa enfrenta también una recesión acompañada de fuertes presiones inflacionarias. El sector bancario aunque presenta mejores condiciones que en Estados Unidos y Japón, ha resentido bajas importantes en sus utilidades. El PIB registró caída por dos trimestres

GRÁFICA 5. *Tasa de desempleo en Estados Unidos*
(enero 1990-marzo 1991)



consecutivos, al disminuir 0.9 y 1.3% en el cuarto y tercer trimestre de 1990, respectivamente. La tasa de desempleo ha crecido sistemáticamente desde julio de 1990 y alcanzó en enero de 1991 el 6.6% de la fuerza de trabajo. La tasa de inflación disminuyó ligeramente, de 10.9% en octubre de 1990 a 9% en enero de 1991, aunque se mantiene en niveles altos, por encima del promedio de los países industrializados. Influida por la menor inflación y la relativa estabilidad de la libra esterlina, las autoridades monetarias decretaron durante febrero dos bajas consecutivas en la tasa de interés que pasó de 14 a 13%. No obstante, se estima difícil que dicha baja logre contrarrestar en el corto plazo la recesión y estimular el crédito bancario, el cual enfrenta una contracción similar a la de Estados Unidos.

Como se dijo arriba, la recesión tiende a generalizarse y se ha extendido a otros países. La economía francesa registró durante el último trimestre de 1990 un decrecimiento del PIB de 0.4%. El volumen de la producción industrial se encontraba en diciembre de 1990 6% por debajo del mismo mes de 1989. El alza de medio punto en las tasas de interés en Alemania impide que las autoridades francesas lleven a cabo una baja de sus tasas internas, pues ello debilitaría el tipo de cambio del

franco, el cual está sujeto a las reglas establecidas por el Sistema Monetario Europeo (SME). Otros países europeos como Suecia, Italia, España presentaron a finales de 1991 bajas importantes en su producción industrial (cuadro 7).

CUADRO 7. *Producción industrial y PIB*

País	Producción industrial		PIB	
	3 meses	1 año	3 meses	1 año
Australia	0.9	—1.5 Diciembre, 1990	—6.4	—0.7 3er. T.
Bélgica	2.7	4.4 Octubre	n.d.	4.0 1989
Canadá	—10.7	—6.6 Diciembre	—4.0	—1.0 4o. T.
Francia	—10.4	—1.4 Diciembre	—1.6	1.8 4o. T.
Alemania	2.6	5.2 Enero, 1991	1.5	4.5 4o. T.
Holanda	6.0	3.9 Dicimebre, 1990	10.3	3.4 4o. T.
Italia	—10.3	—5.3 Diciembre	2.7	1.8 3er. T.
Japón	3.6	7.3 Enero, 1991	4.1	5.4 3er. T.
España	—2.4	—0.7 Diciembre, 1990	3.4	3.7 4o. T.
Suecia	—3.4	—2.6 Diciembre	n.d.	0.1 3er. T.
Suiza	—9.7	3.6 3er. T.	—0.4	1.7 4o. T.
Reino Unido	—6.1	—4.2 Diciembre	—3.8	—1.1 4o. T.
Estados Unidos	—10.8	—0.9 Enero, 1991	—2.0	0.4 4o. T.

FUENTE: Elaborado con datos de *The Economist*.

Alemania y Japón han podido eludir hasta ahora los riesgos de una recesión. Sin embargo, enfrentan diversos obstáculos que han provocado una reducción de sus ritmos de crecimiento. En el caso alemán, el principal problema son los altos costos de la unificación, y en el caso de Japón la fragilidad de su sistema financiero, altamente dependiente del mercado de bienes raíces.

Se estima que la economía de Alemania crecerá 3% en 1991, por debajo del 4.6% conseguido en 1990. Algunos analistas esperan inclu-

sive una tasa de crecimiento menor. La inflación se encuentra en niveles bajos (2.9%), aunque se cree que alcanzará el 3.5% en 1991 debido a los mayores impuestos y a reclamaciones salariales del orden del 10 por ciento.

La restructuración de la ex-RDA reclama cuantiosos recursos. Su financiamiento ha provocado tensiones en el mercado de dinero, donde las tasas de interés han llegado al 9.4%, más de tres puntos por encima de las tasas de corto plazo en el mercado norteamericano. El diferencial de tasas de interés ha permitido captar recursos del exterior, que en el periodo agosto-noviembre de 1990 totalizaron 6 500 MD. El mayor endeudamiento público provocado por la unificación elevará el déficit presupuestal de 67 000 MD en 1990 a 106 000 MD en 1991 (5% del PIB).

Japón proyecta una tasa de crecimiento de 3.8% para 1991, inferior al 5.4% alcanzado el año pasado. Para controlar las presiones inflacionarias internas y frenar la especulación en el mercado de bienes raíces, el gobierno ha aplicado una política de altas tasas de interés. La inflación, sin embargo, se mantiene todavía en niveles que las autoridades monetarias consideran altos. En enero la tasa anualizada de inflación fue de 4.2%, superior al 3% registrado en el mismo mes de 1990. El flujo de recursos financieros hacia Estados Unidos ha disminuido en forma sensible, debido a la baja de las tasas de interés en ese país y su elevación en Japón y otros países europeos. Las compras japonesas de bonos en el mercado estadounidense descendieron a 12 100 MD en 1990, contra 28 800 MD en 1989 y 43 200 MD en 1988.

PERSPECTIVAS DE LA RECESIÓN

El triunfo militar de la fuerza multinacional encabezada por Estados Unidos en la guerra del Golfo Pérsico modificó las expectativas económicas. Según algunos analistas, la terminación del conflicto determinará que la recesión sea moderada y concluya en el corto plazo. Esta posición coincide con la planteada por el presidente Bush en su Informe al Congreso, en el sentido de que la expansión de los ochenta ha sido temporalmente interrumpida, pero que la recesión terminará pronto y su país regresará a la senda del crecimiento sostenido. Según esta apreciación, los precios del petróleo bajarán, lo cual elevará la confianza de los consumidores, reactivará los gastos de consumo y atenuará

las presiones inflacionarias. La economía norteamericana reanudaría su crecimiento durante el tercer trimestre, con lo que el PIB terminaría 1991 con un crecimiento del PIB de 0.9%.

En correspondencia con dicho escenario, las bolsas de valores han registrado un importante repunte que ha permitido recuperar en el caso de *Wall Street* y otras Bolsas europeas, el terreno perdido durante el conflicto con Irak. Las Bolsas generalmente se adelantan alrededor de cuatro meses a la recuperación económica, por lo que la actual euforia bursátil, según los partidarios de la terminación rápida de la recesión, sería un preludio de aquélla. En otras coyunturas la Bolsa ha dado señales falsas sobre el curso de la economía, como sucedió en 1974 cuando logró a principios de ese año una importante recuperación que no pudo sostenerse, porque la recesión se profundizó en vez de superarse.

El escenario optimista se apoya también en la flexibilización de la política monetaria de parte de la Reserva Federal (FED). La tasa prima, que aplican los bancos comerciales a sus principales clientes ha disminuido un punto porcentual desde diciembre de 1990 y actualmente (en marzo de 1991) se ubica en 9%. La FED ha inducido asimismo una baja de las tasas de corto plazo. La tasa de Fondos Federales que rige los préstamos interbancarios bajó en promedio medio punto porcentual en los últimos dos meses. En el momento actual el presidente de la FED ha aclarado que no se impulsarán nuevas bajas en las tasas hasta tener nuevas evidencias sobre el desenvolvimiento de la recesión y el comportamiento de la inflación.

Pese a las expectativas optimistas, el panorama sobre el curso futuro de la economía no es claro. La baja de las tasas de interés puede no ser suficiente para reactivar el consumo y la inversión. Por lo pronto, el crédito bancario no da muestras fehacientes de recuperación. La restricción crediticia y la menor velocidad de circulación del dinero provocada por el aletargamiento del consumo y el avance de la recesión, han provocado una importante contracción en el crecimiento del medio circulante. Por otro lado, los bajos niveles de consumo e inversión no están determinados exclusivamente por factores de desconfianza, sino por la baja experimentada en los ingresos de los consumidores y las utilidades de las empresas. La contracción del circulante monetario es particularmente preocupante por los altos niveles de endeudamiento de la economía. De proseguir aquélla, las quiebras bancarias e industriales se intensificarán y aún las empresas solventes se verían orilladas

a profundizar sus programas de reducción de gastos. El recorte de dividendos se ha vuelto una práctica común entre las corporaciones. En 1990, 143 compañías disminuyeron sus dividendos y 266 los omitieron, las cifras más altas en este renglón desde 1982.

En virtud del "sobrendeudamiento" de la economía, el desarrollo y eventual profundización de la recesión podría desatar una suspensión de pagos en cadena, que convertiría la fragilidad del sistema financiero en una crisis financiera generalizada, a pesar de la existencia de las redes de seguridad del sistema.

La economía mundial enfrenta una situación muy parecida a la descrita por Irving Fisher al analizar la gran depresión de los años treinta, existe una situación de sobreendeudamiento, el cual a su vez, conduce a un proceso deflacionario que profundiza la caída de la producción, el empleo, los ingresos y las utilidades de las empresas.¹²

Aunque ha avanzado de manera compleja y contradictoria, el proceso deflacionario está presente en varios sectores. La deflación es más visible en el sector de bienes raíces y en el sector financiero (mediante la cancelación y reestructuración de pasivo), pero comienza a aparecer también en las ramas del acero, aluminio, plástico y otras mercancías.

Existe cada vez mayor consenso entre los economistas de que la actual recesión está liderada por el sector financiero. De ahí que aún si la recuperación sobreviene pronto impulsada por la reconstrucción del Medio Oriente, no conducirá a una expansión semejante a los de los años ochenta. La existencia de fuertes tensiones en el sistema financiero, los problemas estructurales que enfrentan algunos sectores como la construcción y el peso creciente del endeudamiento público y privado, indican que aún de presentarse la recuperación, ésta no tendría el vigor que han tenido otras en el pasado.

¹² Irving Fisher, "The Deflation Theory of Great Depressions", en revista *Econometrica*, 1933, vol. 1.