

editorial

Cincuenta y ocho años después

Hace tiempo que los fantasmas mellizos del gran crac del '29 y de la gran depresión hechizan los rincones peor iluminados de los mercados financieros y la economía occidental. Luego de las dos lóbregas jornadas del 19 y 26 de octubre —los dos **lunes negros**— no es cualquiera el exorcista que pudiera librarnos de ellos.

Los fantasmas extraían su vitalidad de algunas semejanzas innegables del presente con las circunstancias de hace 58 años. La principal de ellas, sin lugar a dudas, consiste en la prolongada prosperidad disfrutada por la economía de los EE.UU. En agosto de 1929, cuando técnicamente se registra la inflexión cíclica hacia la recesión en aquel país, sumaban 70 los meses de expansión de la década, apenas separados por dos recesiones breves y suaves. Actualmente la economía norteamericana lleva 57 meses de prosperidad, la fase expansiva más extensa en tiempo de paz desde que el NBER mantiene registros de fluctuaciones cíclicas. Asimismo, los largos lapsos de expansión en aquella década y en ésta se ven parejamente exentos de la propensión inflacionaria, que tan fácilmente atlige a los auges, y adornados por crecimientos paralelos, largos y vigorosos, del precio de las acciones.

Es importante señalar estos dos rasgos positivos comunes a una y otra situación ya que, a nuestro modo de ver, muchos comentarios recientemente difundidos tienden a poner excesivo acento, a la hora de ofrecer una explicación de lo acontecido, sobre los rasgos negativos del tiempo presente, tales como el gran déficit fiscal norteamericano, el tenaz déficit comercial de aquella economía, y la notoria debilidad de su moneda en los últimos tiempos. Pero nada de esto puede por sí mismo dar razón del colapso de Wall Street. En primer lugar, y obviamente, porque esos desequilibrios, o síntomas de desequilibrios, cuentan ya en años su duración; años durante los cuales Wall Street pudo enorgullecerse de una bonanza rara vez igualada: decretar **ex post facto** que estos viejos testigos del auge se transformaron de pronto en sus verdugos nos parece arbitrario.

En segundo lugar, lo que encontramos más importante es que, como sostuvo Clément Juglar, el pionero de la investigación sobre el ciclo, la causa principal de la depresión es la prosperidad. Al menos el desafío está en encontrar en las entrañas de la expansión la simiente de las fuerzas que la convierten en contracción. En general por la vía del exceso. Es sabido que por naturaleza el hombre tiende en sus momentos de mayor éxito a ultrapasar sus límites y con ello convierte el éxito en fracaso. De las sociedades, los países, y las economías, probablemente quepa afirmar otro tanto.

Quienes proponen teorías que explican lo acontecido en función de los errores de la conducción económica parecen sostener implícitamente que con cuidado y habilidad la prosperidad podía haberse prolongado indefinidamente. Ello no nos parece una pretensión compati-

ble con las lecciones de la historia. El Sr. Richard Ortner, subsecretario de Comercio de los EE.UU. encargado de asuntos económicos, refiriéndose al primer lunes negro, declaró: "Esto puede ser una corrección breve y violenta en el curso de una expansión o puede ser la primera señal de la próxima recesión. Nosotros nunca pretendemos que el ciclo económico hubiese sido abolido". Estimulante sinceridad.

Lo importante, por supuesto, es que los parecidos de la coyuntura actual se detengan en el crac bursátil, y por más que éste empuje a la economía mundial por una fase recesiva, lo cual a esta altura luce harto probable, ella esté lejos, en duración e intensidad, de remediar la catastrófica depresión que duró hasta 1933, hizo bajar en un tercio el producto real norteamericano, dejó sin empleo a un trabajador de cada cuatro, esparció hambre y desaliento por el mundo entero, y sumió a los países menos desarrollados en una grave crisis de pagos externos.

Debemos inquirir, por tanto, qué relación guarda lo acontecido, con todos sus ribetes dramáticos y espectaculares, con lo que llamamos la **economía real**, aquella donde se trabaja y se invierte, se consume y ahorra, se exporta y se importa, que en definitiva es la que nos interesa. La respuesta, a grandes rasgos, tiene que ser que esa relación es importante, que lo fue en 1929 y diversas otras veces, pero que no es fatal, ni independiente de la acción humana dirigida a influir sobre el curso de los acontecimientos. En otras palabras, los fantasmas del crac del '29 y de la gran depresión podrán ser mellizos, pero no son gemelos, y, menos aún siameses. Díriase que el primero, ya inevitablemente, va a quedarse a turbarnos el sueño por algún tiempo, pero el segundo debería toda la comunidad internacional hacer lo necesario para expulsarlo cuanto antes.

Para conducir un poco más lejos nuestro enfoque de las relaciones entre los mercados financieros y la economía real, pregúntemonos sin más demora qué función es la que un mercado bursátil de acciones exactamente cumple. Hagamos constar antes que nada que una bolsa no es la clase de mercado en que las empresas consiguen nuevo capital de los ahorristas —lo que les conferiría una importancia obvia— sino un **mercado secundario** destinado a infundir mayor liquidez a activos transados originalmente fuera de ellas. Sin embargo, las bolsas tienen la notable peculiaridad de evaluar a diario las principales empresas del mundo entero. El capital de éstas, por otra parte, está por lo general en elevada proporción en manos de inversores que han adquirido participaciones accionarias en los mercados secundarios. Más brevemente podría decirse que la mayor parte de las mayores empresas del mundo están permanentemente en venta, y que en el proceso de comprar y vender participaciones en ellas los mercados asignan un valor a su capital de manera cotidiana. Normalmente el mayor peso en las transacciones lo desempeñan inver-

sores profesionales, que compran y venden acciones y otros valores para fondos de capitalización y compañías de seguros de vida. Esto asegura que las valuaciones son eminentemente razonables, en cuanto esos agentes poseen sobre las compañías en cuyas acciones tratan toda la información disponible, dada la tasa real de interés. El precio al que se puede comprar las acciones de una compañía tiende a ser, por tanto, equivalente al valor presente de las ganancias que pueden esperarse en el futuro previsible. El valor presente se obtiene descontando las anualidades esperables a la tasa de interés real. Esta no la calculan los inversores, sino que la encuentran en el mercado.

Cuando se produce un desplome del precio de las acciones, como los de días atrás, ¿qué es lo que realmente acontece? Hay dos posibilidades: o bien se revisan las estimaciones de ganancias futuras en un sentido descendente, o bien, al menos implícitamente, se eleva la tasa real de interés usada para calcular los valores presentes. En los hechos, lo que presenciamos es una serie de actos provocados por el pánico. Por su propio éxito los mercados financieros atraen hacia sí una cantidad muy elevada de agentes propensos a dejarse influir por ese conjunto de motivos irracionales que llamamos pánico. De hecho, como resultante de un conjunto de reacciones viscerales, una nueva tasa real de interés emerge. Ella comporta alterar sustancial y súbitamente la relación entre el flujo esperado de ingresos netos de las empresas y sus valores de capital.

Obsérvese que la riqueza de la sociedad, en todo lo que ésta tiene de tangible —las plantas, las usinas, los puentes y vías férreas, los navíos, los laboratorios, las bibliotecas, el capital humano en general, no ha variado en absoluto. Pero la estimación del valor del stock de capital que practican cotidianamente los mercados ahora es totalmente distinto. Hay incontables ricos que se han vuelto pobres, y sienten que ha llegado el momento de volver a empezar. Es la hora de la austeridad, del ahorro. Ciertamente no es la hora de los buenos negocios. La nueva valuación de las empresas llevada a cabo por mercados dominados por el pánico se convierte en una profecía autorrealizable: cuando la calma renace, las condiciones objetivas de la economía han sufrido un deterioro considerable.

Pero hay deterioros y deterioros. La gran depresión se gestó a través de una concatenación de causas. La quiebra de bancos y la contracción monetaria tuvieron notable importancia. La erección de barreras proteccionistas como medio (espurio y fallido) de crear empleos fue decisiva. El shock inicial, que tanto se parece al que acaba de sacudir a Wall Street y a las principales otras bolsas del mundo, tuvo entonces un enorme multiplicador que, aprendida la lección, hoy no tendría que repetirse. Y realmente creemos y confiamos que no se repetirá.