

EL "CRASH" DEL MERCADO DE VALORES: SUS CAUSAS Y ALGUNAS CONSECUENCIAS POSIBLES Y RELEVANTES PARA EL PAÍS

Edwin Croes*

Los mercados financieros internacionales todavía no se asientan. Aun si se estabilizaran los efectos del "Black Monday" o el "crash" en el mercado de valores (19 de octubre) están aquí para quedarse por un buen rato. Las causas profundas no se han venido incubando hace un buen rato y parece que no será posible resolverlas del todo en el corto plazo. Este es uno de esos momentos en que cambios de cantidad se han tornado en cambios de calidad.

En este artículo pasaré revista a algunas de las más importantes causas del "crash", sus consecuencias inmediatas en términos de cambios de políticas económicas en los países capitalistas desarrollados y los posibles efectos en el comercio y financiamiento de la economía mundial. Desde allí se podrán ver claramente, espero, algunas posibles consecuencias para el país. Esta perspectiva es de cierta utilidad para la toma de decisiones en cuanto a la forma en que el país seguirá desenvolviéndose en el cada vez peor ambiente internacional.

LAS CAUSAS

La dinámica de los mercados de valores es uno de los aspectos en que uno se adentra en los rincones oscuros que hacen de la economía una mezcla de arte y ciencia. Es fundamental entender el dinero y los instrumentos financieros, en general, como mercancías especiales que articulan el presente y el futuro, la materialidad y las expectativas, el poder y la riqueza. Todo al mismo tiempo. Sí, una perspectiva ecléctica en este campo rinde mejores frutos que cualquier ideología con ropaje positivista. Asumir una perspectiva que separa de forma artificial dinero (finanzas) y producción real, oculta las estrechas relaciones que siempre han

(* University of Cambridge e Institute of Social Studies (La Haya).

existido entre ambas esferas, particularmente en períodos de turbulencia (ver J.K. Galbraith, *El Crash de 1929*. Ediciones Ariel, 1980).

Hace un buen rato que la dinámica y los grandes agregados de la economía mundial mostraban signos de perversidad y desbalance. Los últimos acontecimientos han demostrado que tales anomalías son incompatibles con el buen juicio hasta de los especuladores y empresarios que participan de los beneficios de dicha economía mundial. Para analizar las causas, tendremos forzosamente que pasar revista al desequilibrio de los pagos internacionales, a precios, tasas de interés y tasas de cambio en los principales mercados internacionales, así como las tendencias recientes de los principales mercados de valores.

COMERCIO MUNDIAL Y CONFLICTOS DE PODER

Una de las causas fundamentales se expresa en las razones, consecuencias y forma en que se ha administrado el cambio de la geografía de los déficits-superavits del comercio. Estos cambios indican un reordenamiento fundamental del poder económico mundial. Estados Unidos ya no puede mantener su hegemonía como poder económico mundial, su industria ya no puede respaldar sin cuestionamiento la emisión ilimitada de dólares como moneda mundial. La OPEP tampoco puede sostener su hegemonía sobre un recurso que ya no es tan escaso y que tecnológicamente ha admitido tanto desarrollo.

Es así como el año pasado el comercio mundial consolida cambios fundamentales: Estados Unidos aumentó de forma impresionante su déficit comercial, Japón y Alemania acumulan superavit que los convierten en naciones más ricas (per cápita) que los Estados Unidos, la OPEP ve erosionarse rápidamente su riqueza comercial y los países subdesarrollados se transforman en exportadores netos de capital (incluso el FMI comienza, por primera vez en la década, a recibir más pagos que los préstamos que otorga, es decir, al igual que los bancos comerciales, tiene ingresos netos de capital).

Esto plantea conflictos que no son fáciles de resolver en un mundo sin poder hegemónico claro. Estados Unidos promete reordenar su economía (disminuir el déficit estatal que alimenta el comercial), pero con la condición de que los países superavitarios abran sus mercados nacionales a las exportaciones y capitales de dicho país y permitan la devaluación del dólar (lo que se cree que haría disminuir la esclerosis competitiva que sufre su industria). Aquí es donde el conflicto se agudiza, cuando llega la hora de abrir los mercados nacionales y forzar una disminución de la riqueza comercial de los demás. Japón lo hace a cuentagotas, inclu-

so prefiere aumentar su gasto estatal y abrir muy cuidadosamente sus mercados de capitales, pero se resiste a abrir su industria. Europa ya viene de vuelta de abrirse en los últimos dos siglos y ahora se cierra poco a poco en sus nuevas fronteras de la Comunidad Económica.

El resultado ha sido una sorda guerra comercial de ambos lados del Atlántico y la imposición de cuotas "voluntarias" de exportación al poder político menor (Japón) y hasta el diseño de una ley proteccionista en el congreso norteamericano (cuyo texto es una de las piezas de protección comercial menos sofisticadas de que se tenga noticia, cosa que ya no es congruente con su erosionada hegemonía económica).

Las arcas de los bancos centrales y comerciales de la OECD están repletas de dólares que no hallan muchas otras mercancías norteamericanas que las acciones y los bonos en Wall Street. La pelea entonces se concentra en tasas de cambio y tasas de interés. La devaluación hace competitivas las exportaciones de los Estados Unidos (o más exactamente, hacen menos competitivas las exportaciones del resto del mundo), y las altas tasas de interés atraen a dicho país el dinero mundial. La amenaza de Baker el viernes anterior al "Black Monday" precisamente se refería a esto, mayor devaluación y más altas tasas de interés si Alemania no se ajustaba a las demandas de Estados Unidos. Sin esos componentes el privilegio del déficit norteamericano no es sostenible en la medida en que ya no sería posible aumentar las exportaciones norteamericanas ni financiar la emisión de bonos que respaldan el déficit estatal y comercial.

Pero la consecuencia de esta dinámica que más resuena en los pisos y casillas de los mercados financieros es la de que sin poder económico mundial único y con intentos fallidos de coordinación económica entre las potencias, el comercio internacional está a la deriva. Una competencia sin límites a través de devaluaciones y aumentos de las tasas de interés en las principales economías del mundo tendrían nefastas consecuencias para el comercio mundial. John Reed, Chairman de Citicorp, lo ha puesto claro, esto borraría las limitadas posibilidades de repago/refinanciamiento de las deudas nacionales e internacionales, afectando el flujo de comercio, además tendría efectos desastrosos al desalentar la inversión debido al encarecimiento de los préstamos (entrevista en el *Financial Times*, 27 Oct., 1987).

Indudablemente que la perspectiva de estos problemas impactaron en los mercados de valores. Cuando se conoció que el déficit norteamericano crecía para este año, anunciado por el Departamento de Comercio una semana antes del "crash", y cuando quedó claro que los acuerdos de coordinación económica mundial (acuerdo

del Louvre de febrero) no eran más que intenciones sin firmeza, en ese momento parecería que los umbrales de riesgo e incertidumbre de los mercados de valores alcanzaron sus niveles críticos de tolerancia. Esas noticias sólo confirmaban los pronósticos que el Fondo Monetario Internacional hiciera en abril (ver *World Economic Outlook*) y el Banco Mundial en junio (ver *World Development Report, 1987*) con todas las consecuencias negativas de los escenarios proyectados en ambos reportes. La incertidumbre con respecto a las consecuencias de esta situación y el vacío de voluntad por resolverla generó seria desconfianza en los mercados de valores.

MERCADOS FINANCIEROS Y PRECIOS

¿Y quién podría afirmar que el comportamiento de las tasas internacionales de interés se han comportado de forma normal en los últimos años? Desde el principio mismo de la década de los 80's se produce el crecimiento inaudito de las tasas de interés, precisamente como parte de las políticas económicas que hacían sostenible el Reaganomics (la teoría económica según Reagan). La lógica fue simple, para financiar la emisión de dólares que requería la recuperación norteamericana era necesario atraer capitales internacionales a través del atractivo de las tasas de interés.

El éxito en este frente permitió mantener la retórica monetarista mientras el déficit crecía, es decir bajar los impuestos y aumentar los gastos, imperfecta alquimia keynesiana que de nuevo recuperó la economía norteamericana, pero que precisamente por su inconsistencia (disminuir impuestos) generó otros problemas. En Europa y Japón, donde el conservadurismo económico tiene en estos momentos raíces más sólidas y consistentes, el aumento de las tasas de interés sólo reflejaba una respuesta a lo que ocurría del otro lado del Atlántico, de cara a lo que pasaba en el continente la cosa no tenía mucho sentido.

Quienes han estado pagando son los países subdesarrollados y los farmers del oeste y centro de Estados Unidos. Desde 1982 los países subdesarrollados han soportado una sangría anual del 5 al 6 por ciento de su PNB a través de las transferencias de capital. Puesto en perspectiva, esto representa el doble de lo que tuvo que pagar en términos relativos Alemania como reparaciones de guerra después de la Primera Guerra Mundial (cálculos de A. Gunder Frank, "La deuda en aquellos países merecedores de crédito", *El País*, 29 Sept., 1987).

Todo esto ocurría además ante un telón de fondo de precios en los mercados internacionales que tampoco ayudan a corregir los desbalances, por decirlo de una forma moderada. Es bien conocida la asombrosa caída de los precios de los productos primarios en el mercado mundial, caída más acentuada que la de los años 30's.

El índice global del precio internacional de los productos primarios (excluyendo petróleo) cayó de 100 en 1980 a 71 a finales de 1986. Todo parece indicar que en realidad esto, más que las políticas monetarias rígidas -que en casos como el de Estados Unidos ha sido pura retórica- es uno de los factores que más ha contribuido al desaceleramiento de la inflación y el crecimiento de la producción y la demanda en los países de la OECD. El costo ha sido la recesión en el mundo subdesarrollado y el desaceleramiento del comercio mundial -en gran parte alimentado por la caída de importaciones del tercer mundo, lo que ha costado cerca de 8 millones de empleos en los países desarrollados- (Ver N. Kaldor, *The Role of Commodity Prices in Economic Recovery*, *Lloyds Bank Review*, julio de 1983; y antes por el mismo autor, "Inflation and Recession in the World Economy", *Economic Journal* 1976. Más recientemente y de una fuente más confiable para algunos, ver FMI, *World Economic Outlook*, abril de 1987).

LOS MERCADOS DE VALORES

Conjuntamente a lo anterior, en los mercados de valores internacionales se ha venido registrando una presión realmente extraordinaria. Las compras y fusiones de empresas, más las privatizaciones de las grandes empresas estatales en los países de la OECD han generado un volumen de transacciones en valores nunca visto. Esto es, acciones y más acciones lanzadas al mercado y que se han financiado de las formas más inverosímiles.

En Estados Unidos las compras, adquisiciones y mergers de compañías tiene un largo historial, pero la euforia se ha acentuado en los últimos años y es bastante conocida en muchos de sus detalles (ver revista *Fortune*, abril y mayo 1987). Lo que es particularmente nuevo son los mergers en y desde Europa y Japón. Entre 1980 y 1986 empresas europeas, japonesas y canadienses adquirieron 1051 grandes empresas en Estados Unidos. En el mismo período, al interior de Europa se dieron unas 750 (613 en 1982-85, 1986 estimado) compras de grandes firmas por empresas del mismo continente. Estos son niveles nunca antes vistos en ninguno de los países envueltos en el negocio (ver reportajes del *Financial Times* de los días 8 de agosto, 1, 2, 3, 5 y 12 de octubre del presente año). Entonces no es ninguna sorpresa que el volumen de negocios en valores internacionales se haya casi duplicado en el año (US\$400 billones en 1985, US\$750 billones en 1986, según los estimados gruesos de Salomon Brothers).

De otro lado, el proceso de privatización de las grandes empresas estatales principalmente en Europa también ha sido totalmente realizado a través de los mercados de valores. Aquí las cifras son también fuera de toda experiencia histórica: 55 privatizaciones

desde 1980 generaron la emisión de US\$48 billones en valores. Para los próximos 3 años se tenían planeadas privatizaciones del orden de US\$130 billones (esta cifra es algo más del doble de los valores emitidos el año pasado en el mercado norteamericano). (Ver Financial Times Survey on Privatisation, 16.sept.1987).

Por lo demás, este proceso de privatizaciones aumentó desmesuradamente el número de personas con ahorros e inversiones en valores de la bolsa (20% de la población adulta en Inglaterra, 25% en Estados Unidos, en Francia y Japón el número se ha cuadruplicado en los últimos tres años). Como en los años 20's, los 80's ha sido otra época del sueño del "capitalismo popular", o "populismo capitalista" como le ha llamado la Thatcher. Esto agrega volatilidad a las transacciones en el margen y hace más sensible el ingreso y planes de las familias al comportamiento de los mercados de valores lo cual es importante a la hora de evaluar las consecuencias del crash.

Esta presión sobre los mercados de valores ya dio signos de saturación a principios de año cuando la más grande oferta de valores, hasta ese momento, la venta de los US\$2 billones de acciones de la Fiat en manos de Libia, no resultó tan exitosa como se creyó y además provocó la caída del precio de las acciones. No es casual que dos importantes privatizaciones a llevarse a efecto durante la semana del "Black Monday", el grupo MATRA en Francia y British Petroleum en Inglaterra (esta última privatización rompe el record de la Fiat como la mayor venta de acciones jamás hecha, US\$12 billones al precio original), fueron agriamente discutidas por los patrocinadores del sector privado. Finalmente sólo se llevó a cabo la de British Petroleum luego de que el Banco de Inglaterra asegurara que respaldaría las acciones comprándolas si su precio en el mercado de valores bajaba de cierto monto -la señora Thatcher se puede dar lujos que han sido la envidia de Europa y Reagan (ver *Le Monde* de 21 y 22 de oct., y *FT* de 25, 26, 28, 29 y 30 de octubre). Aun cuando en Japón se llevó a cabo, cuatro semanas después, la esperada privatización de parte de la empresa nacional de comunicaciones (NTT), otras privatizaciones en el resto del mundo han sido aplazadas (Volkswagen, Air-Canada, Mediobanca, etc.).

Los precios de las acciones en general tampoco indicaban tendencias muy sanas. El valor que habían alcanzado las acciones en lo que va de la década era considerado desde hacía muchos meses como artificialmente alto. En ese sentido, los profetas de la caída de los precios esta vez se cuentan por decenas. Había cierta conciencia de la locura y fantasía que reflejaban esos precios. Algunos indicadores pueden dar una idea. Comparando los precios reales (ajustados por inflación) de los valores entre su punto más bajo

en los años 70's y el de la semana anterior al crash, se tiene que en Estados Unidos creció en 130%, en Inglaterra 430%, en Alemania 136%, en Francia 220% y en Japón 377%. Este crecimiento real del precio de los valores no tenía paralelo, ni siquiera la euforia de los años 20's había sido parecida.

Pero la cuestión no está simplemente en estos precios; si usamos el coeficiente precio/dividendos la situación se verá más clara (este coeficiente mide dólares pagados para comprar una acción por cada dólar de dividendo que recibe el poseedor de dicha acción, es un indicador de lo que esperan ganar los que compran dichas acciones). Entre 1980 y 1987 el coeficiente aumentó 156% en Estados Unidos, 209% en Inglaterra, 84% en Alemania, 284% en Francia y 236% en Japón. Está claro que el optimismo desbordó los umbrales del cálculo económico racional. Pocas o ninguna firma industrial en esos países pronosticó dividendos creciendo a este ritmo (aun cuando las ganancias y liquidez de muchas empresas había aumentado impresionantemente en los últimos años, sobre todo debido a la disminución de los impuestos, el proceso de desregulación de los mercados financieros y, muy importante en algunos casos, el debilitamiento de los sindicatos y la desaceleración del aumento de los salarios provocada en parte por el alto nivel de desempleo en los países de la OECD). Estábamos ante la presencia del "bull market" (período alcista de la bolsa). (Ver el FT, "Survey on global equity markets", 21.10.87).

Vinculado a lo anterior, también se produjo una tensión compleja y fundamental entre el precio de los valores y las tasas de interés. Un coeficiente precio-dividendos de 20 (nivel que aproxima el promedio prevaleciente en Wall Street antes del "Black Monday") quiere decir que el costo del capital para las empresas es del 5% (si consigue dicho capital emitiendo acciones en el mercado), es decir, las empresas pagan dividendos de \$0.05 por cada dólar que reciben al vender una acción. Este costo del capital estaba muy alejado (100% de diferencia) de las tasas de intereses prevalecientes (alrededor del 10%), o sea del costo de capital de préstamo. Rara vez esta diferencia había alcanzado esta magnitud. Por algún lado vendría el ajuste, el crash definió que dicho ajuste se daba en el mercado de valores.

Se ha tratado de buscar las causas del crash en la computarización del mercado de valores, es decir la automatización de compras y ventas. El Senado norteamericano ha organizado una investigación especial sobre el asunto. Pero eso no es más que buscando chivos expiatorios. La gente y los gobiernos necesitan chivos expiatorios para aliviarse de responsabilidades. Las computadoras sólo hicieron el trabajo más fácil y rápido, ellas no crearon el pánico, sólo lo procesaron y lo concentraron en el tiempo, digamos que los

programas computarizados permitieron que el "crash" fuera procesado de forma más eficiente. Quizás fue mejor así, de otra forma la gente se hubiera comenzado a tirar por los balcones y/o apersonarse a la bolsa expandiendo y prolongando el pánico sin la alternativa de antes apretar el botón de "sell".

La prueba más evidente de esto es que el 19 y el 20 de octubre, los peores días, se procesó menos venta y compra de valores a través de estos programas computarizados que el promedio diario hasta ese momento. Simplemente, o no había a quien vender o los que tomaban las decisiones no tenían criterios suficientes para asumir la decisión que los programas sugerían (ver *The Economist*, 31 Oct., 1987).

EFFECTOS E IMPACTOS INMEDIATOS

El primer efecto del crash a nivel de las autoridades económicas de los países desarrollados fue el de reafirmar el acuerdo de cooperación y coordinación económica del Louvre. Mientras Reagan tuvo la misma reacción que Hoover en 1929: no hay que preocuparse, "los fundamentos de la economía están sanos". Por suerte los bancos centrales no hicieron lo mismo que en 1929, es decir restringir la liquidez, han aprendido la lección (después de años de declarar muertas o inservibles las ideas keynesianas, hasta el *Economist* ha dicho: "la primera tarea es keynesiana: sostener la demanda..." -31.Oct.1987, traducción libre). Es sólo dos semanas después cuando negociaciones serias parecen comenzar entre el Congreso y la Casa Blanca sobre el déficit federal. Pero los magros avances junto a la continua devaluación del dólar han reavivado el conflicto de cómo manejar coordinadamente una economía capitalista mundial sin poder hegemónico.

Los norteamericanos argumentan, con mucha razón, que reducir el déficit en estos momentos sería provocar la recesión en Estados Unidos y el mundo. Los japoneses se han quejado públicamente (acto inaudito) de que ellos están haciendo más por sostener el dólar que los propios norteamericanos, además han mencionado claramente la "inabilidad" de Washington en el manejo de su déficit federal (ver declaraciones de K. Miyazawa al *Financial Times*, 11.Nov.1987). Los europeos se quejan de que los norteamericanos con tal de evitar la recesión en Estados Unidos la pueden provocar en Europa a través de la devaluación que afecta desde hace rato las exportaciones del continente. Lo peor de todo es que la última reunión de bancos centrales de los países desarrollados (Basilea, 9.Nov.1987) no produjo lineamientos sobre qué hacer; por el contrario, la declaración final fue una desconfiable reafirmación de los acuerdos del Louvre (los cuales han quedado claro son puro papel y tinta).

Todo parece indicar que falta un largo trecho por andar en materia de coordinar en grupo los conflictivos intereses de las diferentes economías capitalistas. De seguro que algo se logrará dependiendo de los resultados reales de las negociaciones sobre el déficit norteamericano. Y conocer estos resultados es crucial para proyectar las consecuencias al nivel del comercio mundial y la República Dominicana en particular.

Mientras tanto el precio de los valores de las empresas sólo en los Estados Unidos se ha reducido en cerca de una quinta parte, o sea cerca de un trillón de dólares, eso quiere decir que la riqueza nominal de los consumidores y empresas en dicho país se ha visto sustancialmente reducida. El primer efecto de este impresionante "ajuste" es el de hacer sentir a la gente que ahora es más pobre (o menos rica) que antes. Los planes de consumo e inversión de la gente y las empresas se reajustan a la nueva realidad de sus valores en portafolio, es decir de sus ahorros. Este reajuste es precario y quizás exagerado en este momento ya que aun no hay certeza acerca del futuro movimiento de los mercados y, más fundamental aun, de las causas que han motivado este repentino y salvaje cambio de expectativas. Recuérdese que el crash de octubre de 1929 sólo fue el inicio, la inestabilidad que siguió duró dos años y sólo después la recesión como tal.

Si caen consumo e inversión en Estados Unidos estamos fritos. La cadena comienza con la caída de las exportaciones de Europa y Japón, cae la demanda mundial por nuestros productos, aumenta el proteccionismo y los exportadores norteamericanos y del resto del mundo se tornan más agresivos de lo que son ahora, aparte de que lo poco que se saca del rollo de la Cuenca del Caribe y todo el rollo de las zonas francas, piñas, melones y otras minucias se puede convertir en aire. La misma historia de los años 30 (ojo: es apenas en los años 60's que se vinieron a recuperar los niveles de demanda mundial por las cosas que producimos). No sólo es una cuestión de demanda, al igual que en los años 20's, en este momento existe una capacidad de oferta de bienes primarios que sobrepasa con mucho lo que resisitirían los mercados. La consecuencia fundamental de todo esto es la caída aun mayor de los precios en los mercados mundiales de los bienes que sabemos exportar y que nos hemos resistido a diversificar o desarrollar de forma un poco más astuta que en los principios de siglo.

Caída de la demanda internacional, sobreoferta de bienes primarios y problemas de liquidez -sobrelíquidez en algunos mercados y falta de liquidez en otros, como el vinculado al mercado de bienes primarios- fueron precisamente los canales fundamentales de transmisión internacional de la depresión de los 30's. Los bancos centrales de los países desarrollados parecen haber aprendido la

lección acerca de la liquidez, pero resulta que el aumento de liquidez inmediato al crash se ha concentrado en salvar a las grandes empresas especuladoras en los mercados de valores, con el agravante de que se está en un punto en que son desconocidos los efectos colaterales de seguir financiando una parte del mercado que ya mostraba signos de saturación causada no por la liquidez sino por los precios. (Para el debate acerca de esta compleja dinámica, ver Ch. Kindleberger, *The World in Depression, 1929-1939*, Univ. of California Press, 1973, y su *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Basic Books, 1978; R. Thorp, ed., *Latin America in the 30's*, Macmillan, 1987; y Ch. Saint-Etienne, *The Great Depression, 1929-1938: Lessons for the 1980's*, Hoover Inst. Press, 1984).

Lo peor de todo es que en este momento los negociantes en la bolsa y el resto del mundo piden la reducción del déficit norteamericano, y de nuevo, la pregunta es: ¿cómo lograr eso en un momento en que reducir la demanda y no solventar las necesidades de liquidez sería la situación propicia para una recesión? De ahí el llamado a la sensatez por parte de los pocos economistas sensibles en los Estados Unidos en el sentido de tratar el asunto con mayor delicadeza y sensatez de lo que desean un poco febrilmente los especuladores (ver S. Marglin, artículo en el FT de 9 Nov., 1987; R. Solow, comentarios del día en que se supo ganador del premio Nobel en economía de este año, televisado por la BBC1; R. Dornbush, "Breves comentarios al Wall Street Journal y al FT"; F. Modigliani y otros).

Afortunadamente, las encuestas más recientes (posteriores al crash) no muestran ninguna tendencia fuerte hacia la baja de los planes de consumo e inversión en los países desarrollados (ver reportajes al respecto en *Time* del 2.Nov.1987 y en *Businessweek* del 9.Nov.1987 para Estados Unidos; y en el FT de 6.Nov.1987 para Europa y Japón).

Además, recuérdese que ahora nuestra apuesta mayor está concentrada en el turismo y una gran parte de la gente que estaba en disposición material de disfrutar del sol, la playa o las licencias sexuales acaba de perder un montón de plata en sus acciones y perderá también dinero de sus rentas fijas en la medida en que sigan cayendo las tasas de interés y la renta de los inmuebles (más adelante explico el por qué de estas caídas). Más del 20% del ingreso semanal del ciudadano promedio norteamericano proviene de dividendos (de las acciones que poseen), renta de inmuebles e intereses de depósitos de ahorro -cifras del Department of Labour, *Labour Statistics*, 1986.

Incluso los fondos de pensión de los trabajadores de los países desarrollados, parte de cuyos portafolios están comprometidos en

valores del mercado -54% en Estados Unidos, 77% en Inglaterra, se podrían ver seriamente afectados. The Economist (31 de oct.) ha calculado pérdidas del 15% de dichos fondos sólo en Estados Unidos. En Holanda, el fondo de pensiones más importante, el de los empleados públicos, se calcula que perdió US\$500 millones y sigue perdiendo en la medida que se revalúa la moneda local con respecto al dólar. Lo mismo está ocurriendo en el resto de Europa.

Es muy probable que el turismo proveniente de los Estados Unidos se resienta fuertemente. Una encuesta del Time (2.Nov.1987) dos semanas después del "crash", muestra que el 25% de los encuestados están seguros que reducirán sus gastos de viajes y turismo.

Por su parte, el turismo proveniente de Europa será quizás mucho más sensible que el norteamericano (en definitiva siempre lo ha sido, la experiencia es más larga y las consecuencias de desastres económicos han sido más devastadoras). En Europa ya ha comenzado la competencia feroz entre los operadores turísticos. En noviembre ha habido grandes reducciones de precios para paquetes turísticos de navidades y del próximo año (Financial Times, 10.Nov.1987), eso puede contrarrestar posibles efectos negativos. Es posible que siga produciéndose un mayor flujo de turismo hacia el mediterráneo europeo, en esos paquetes las reducciones han sido grandes. Pero todavía falta saber cómo responde la demanda en este período preñado de incertidumbres.

El segundo efecto importante ha sido el de un cambio repentino en la composición de los valores en cartera de las familias y las empresas. Un cambio hacia valores de renta más estable y previsible, es decir, oro, bonos, propiedades inmobiliarias, cuentas bancarias de ahorro, etc. El impacto en los precios del oro puede ser fuerte hacia el alza, las consecuencias para el país pueden ser favorables y quizás es hora de pensar en serio (y con cifras confiables) acerca de los proyectos para la continuación de la explotación de los yacimientos conocidos.

El tercer efecto se refiere a los cambios fundamentales de política económica que la crisis ha provocado por parte de los gobiernos de los países desarrollados. Baja en las tasas de interés, aumento de la oferta de dinero (mayor liquidez en los mercados financieros vinculados a la bolsa), moderación en la depreciación internacional de la moneda norteamericana, mayor control de las transacciones del sistema de intermediación financiera, congelamiento momentáneo de la política de privatización de las grandes empresas estatales, mayor disposición a la reducción de los grandes desbalances de la economía internacional (déficit fiscal y comercial en Estados Unidos, superavit de Alemania y Japón).

Pero así como los movimientos futuros de los mercados financie-

ros internacionales no son previsibles, tampoco cuáles de estos cambios de política económica serán duraderos, cuáles serán las intensidades y coherencia en que serán llevadas a cabo, y cuáles serán los contraefectos de estas políticas -la retórica e incongruencia de los últimos años no hace más que confirmar viejas dudas.

Lo más importante parece ser la baja de las tasas de interés en los principales mercados financieros. Eso alivia el servicio de la deuda y augura mejores condiciones de reprogramación de la misma. Hay que reprogramar ahora; Estados Unidos está débil, Delors acaba de decir que es prioritaria la reactivación del comercio mundial (discurso de septiembre ante el parlamento de la Comunidad Europea), Japón y Alemania parecería que podrían financiar el crecimiento en otras áreas del mundo, el Club de París está siendo más indulgente en la medida en que la perspectiva europea se hace hegemónica allí.

La baja de las tasas de interés también tiene la consecuencia, entre otras, de hacer menos atractiva la fuga de capitales del tercer mundo hacia los centros financieros mundiales, lo cual es indudablemente positivo como lo atestigua la reciente experiencia mexicana.

La devaluación del dólar parece que será más o menos ordenada, pero nadie se atreverá a pararla con energía (Estados Unidos lo necesita, Europa y Japón intervienen de forma poco coordinada, "el mercado"=la gente cree que es necesario). Si la moneda dominicana sigue atada sin criterio y control al dólar, también se devaluará, lo cual puede ser bueno si comerciamos más y más inteligentemente nuestras exportaciones hacia otros sitios que los Estados Unidos, pero al mismo tiempo puede ser desastroso por el lado del encarecimiento del servicio de la deuda y las importaciones no norteamericanas. Aquí hay espacio y necesidad para mayor control del mercado cambiario y una política más sofisticada de valoración internacional del peso (¿una canasta de monedas?), que por supuesto adquiere más sentido en la medida que adoptamos una política de exportaciones más seria, moderna y de cara al futuro que la prevaleciente en lo que va de la década.

Una mayor devaluación del dólar podría ayudar a una economía fuerte y bien estructurada como la de Estados Unidos, pero podría ser devastador para nosotros luego de la ya acentuada devaluación que hemos sufrido desde 1982. Peor aun si los planes de inversión no son de tal naturaleza como para logra incrementos sustanciales de productividad y eficiencia del aparato productivo del país (de tal forma que se pueda revertir la pérdida por términos de intercambio a través de aumentos de productividad: uno de los "secretos" de Corea y Taiwan).

El balance de consecuencias es claramente negativo, y así lo parecía incluso sin el "crash". Una de las claras lecciones de lo que acaba de pasar es la reafirmación de la vieja sabiduría convencional de que los mercados, en particular los financieros, son excelentes sirvientes pero como amos son irracionalmente despiadados.

La Haya
13.Nov.1987