

# EL SIGLO DE LOS OCASOS

**Emilio Ontiveros**

*Catedrático de Economía de la Empresa  
Universidad Autónoma de Madrid*

La caracterización del final del siglo ha estado en mayor medida dominada por el inventario de los ocasos, al menos aparentes, que el de los alumbramientos. La historia, la diversidad del pensamiento, las formas de organización de la actividad económica, las monedas, forman parte de ese catálogo de derribos centenarios y, según el criterio contable que se utilice en su vigencia, del de los milenarios. Cuando estábamos dispuestos a registrar la globalización como el tópico más característico de este final de siglo, más amplio que su reverso, el final de la geografía, algunos trabajos empíricos se han aprestado a cuestionar la singularidad del mismo. Claro que en esta transición al siglo XXI la tendencia a la unificación del espacio económico y financiero es un hecho, pero no es en modo alguno, nos demuestran algunos historiadores de la economía, nada nuevo. No tenemos derecho a reclamar para este último cuarto del siglo el inicio de una nueva era: fue el siglo XIX el que presencié un más elevado grado de integración económica y habría sido, de no mediar la Primera Guerra Mundial, el que verdaderamente hubiera semillado esa unificación del espacio comercial y financiero que ahora se sugiere como algo nuevo. Si asumiéramos la cada vez más extendida convención que considera al siglo XX comprendido por el inicio de la Primera Guerra Mundial y la caída del muro de Berlín, resultaría que éste habría sido el paréntesis entre las dos más intensas fases de integración económica internacional de la historia.

Permítame el lector que sea este contencioso académico aparentemente coyuntural, a juzgar por la dilatada y ambiciosa pers-

pectiva analítica de este número monográfico, el que me sirva de punto de partida en la revisión de las grandes transformaciones que en las finanzas internacionales han tenido lugar en los últimos cien años. Razonable punto de partida a tenor de la creciente inquietud que sigue generando esa creciente interdependencia de las economías, ya sea por la creciente erosión de la soberanía económica que lleva consigo, por la cada día más limitada discrecionalidad de las políticas económicas, por la supremacía de los mercados financieros, o por la no menos explícita vulnerabilidad con que el mundo se encuentra expuesto a la emergencia y rápida propagación de las crisis financieras. La globalización, de poco vale que nos adviertan Krugman, Bordo, Eichengreen e Irwin y tantos otros que ya existió, no quedó suficientemente registrada en la memoria o, al menos, sus amenazas son hoy suficientemente específicas como para que esa difuminación de las barreras económicas no se asuma genéricamente como la fundamentación de un mundo mejor, sino también como la principal amenaza con la que concluye el siglo XX.

### *La primera era globalizadora*

En los 30 años anteriores al inicio de la Primera Guerra Mundial, la hegemonía del patrón oro, la existencia de tipos de cambio fijos con vocación de irrevocables entre las principales monedas y la desaparición de los bimetalismos, contribuye a esa reducción del riesgo en la que se ampara el crecimiento de los flujos de bienes y capitales transfronterizos. La estabilidad y el equilibrio presupuestario eran las notas dominantes, al menos en las principales economías: en 1913, el gasto público en EEUU apenas alcanzaba el 8% de su PIB, en Francia era el 9% y en Reino Unido y Alemania no superaban el 13% y el 18%, respectivamente. Aun cuando no se dieron las condiciones de una integración financiera perfecta -básicamente, los activos y pasivos financieros extranjeros no eran sustitutos perfectos- ese último cuarto de siglo mereció la caracterización de "época dorada" no solo por el dominio del metal convertido en eje del autónomo sistema monetario internacional, sino por esa era de avances inequívocos en la dirección de la integración comercial y financiera global, amparados en la ausencia de restricciones al libre comercio y a la movilidad internacional de los capitales. La intensidad de los movimientos migratorios también ha favorecido el contraste con la fase de globalización que tiene lugar en las postrimerías del siglo XX.

La inexistencia de controles de capital y la disciplina ejercida por la fijación aparentemente irrevocable de los tipos de cambio encontró, al igual que la presente ola globalizadora lo ha hecho con las tecnologías de la información, sus cómplices tecnológicos en el telégrafo y en la extensión productiva de la máquina de vapor, y en sus implicaciones sobre la no menos explícita tendencia declinante de los costes de transporte. Gran Bretaña era el centro de esa galaxia global y Londres la capital financiera del mundo. Argentina, Australia, Canadá y EE.UU. eran las economías emergentes de la época, receptores de esos flujos de capital, materializados fundamentalmente en bonos destinados a financiar infraestructuras, ferrocarriles, en particular, y en instrumentos de deuda pública a largo plazo.

Una diferencia fundamental entre ambas épocas, además de las que los registros estadísticos puedan ofrecer: a principios de siglo, ni siquiera en el seno de los países entonces considerados ricos, había arraigado la democracia. De los 43 reconocidos como naciones únicamente en seis existía una configuración próxima a lo que hoy entendemos por ese sistema de gobierno. A finales de 1998, 117 de las 193 naciones independientes, representativas del 54% de la población mundial, disponían de sistemas políticos homologables en lo esencial con la democracia.

La guerra, las implicaciones del Tratado de Versalles, y definitivamente la Gran Depresión, ponen fin a cualquier posibilidad de resurrección de esa primavera globalizadora. A la confrontación bélica le sucede la no menos costosa de políticas económicas decididamente nacionalistas, defensivas, que hacen de ese periodo de entreguerras el de peor recuerdo en la historia de la cooperación económica internacional. La inestabilidad económica, el descenso del comercio internacional, el crecimiento del desempleo, a fuerza de imposibilitar la restauración del patrón oro, abrigan la intensificación de las tensiones entre las naciones que derivarían en la Segunda Guerra Mundial.

### *La primera arquitectura financiera internacional*

La convocatoria de la Conferencia de Bretton Woods es la constatación más explícita de que "las lecciones de la historia" eran asimiladas. Antes de que concluyera la guerra, en el verano de 1944, se definían las bases para el proyecto de cooperación económica internacional más ambicioso de la historia. Los resultados alcanzados no fueron tan ambiciosos como los que

pretendía su principal animador J.M. Keynes, y algunas iniciativas como la disposición de una Organización Mundial de Comercio tuvo que esperar 50 años, transitando durante este medio siglo en arduas y dilatadas rondas de negociaciones tendentes a garantizar un esquema de comercio basado en la multilateralización de los intercambios y, en definitiva, en el juego limpio. Un empeño no por elemental menos complicado de satisfacción, incluso una vez arraigada la Organización Mundial de Comercio, a partir de 1995, como puso de manifiesto el fallido intento por lanzar en su seno la denominada "Ronda del Milenio", en los primeros días de diciembre de 1999.

De aquel paraje residencial en New Hampshire sí emergió, sin embargo, un marco de disciplina financiera y unas instituciones internacionales que, sin embargo, tardarían otros cincuenta años en disponer de esa verdadera dimensión ecuménica que Keynes pretendía, dada la temprana división del mundo según los sistemas de organización de la economía. Aquellas reglas del juego, relativas a la estabilidad de los tipos de cambio de las monedas y la garantía de su conversión en oro a través del dólar estadounidense, y a la financiación de los desequilibrios de balanza de pagos, quedaron, como las dos instituciones gemelas, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, limitadas a aquellos países que pocos años después configurarían uno de los dos bandos en que la guerra fría dividió el mundo. Esa "arquitectura", que no encontró su completa funcionalidad hasta una vez las economías europeas fueron reconstruidas y garantizada la convertibilidad externa de sus monedas, a finales de los cincuenta, perdió buena parte de su virtualidad a principios de los setenta, cuando su principal administrador, los Estados Unidos de América abandonó unilateralmente el compromiso de convertibilidad del dólar en oro.

La ruptura de ese compromiso, la solución más extrema al dilema anticipado por Robert Triffin, derivado de esa condición de garante de la liquidez mundial que los acuerdos de Bretton Woods asignaban a EEUU, definió el primero de los grandes ocasos del siglo: el asociado a la liquidación de un sistema que, aun cuando siguiera manteniendo mecanismos de coordinación internacional en el seno de las instituciones sobrevivientes, ha ido propiciando el alejamiento gradual de sus funciones de las asignadas en su fundación. El Banco Mundial y, en mayor medida, el FMI se han visto obligados a experimentar una intensa

metamorfosis funcional, no siempre respaldada por los resultados alcanzados.

Al fracaso de los primeros intentos de reforma del sistema monetario internacional le sucede, al término de 1973, la emergencia de la primera crisis del petróleo y con ella, el final de la fase de mayor crecimiento de la economía mundial: entre 1948 y 1973, el PIB mundial creció a una tasa media cercana al 5% anual.

### *El ocaso regulador*

La entrada en flotación de las principales monedas, la cesión al mercado de la fijación del precio de unas en términos de otras, además de privar al FMI de su principal cometido, intensifica uno de los riesgos más relevantes en las relaciones comerciales internacionales, el asociado a las variaciones de los tipos de cambio, propiciando la búsqueda de mecanismos e instrumentos para su cobertura y gestión. Incentivos, en definitiva, a un proceso de innovación financiera cuya intensidad constituirá uno de los rasgos característicos de los años siguientes. Una presión que irá venciendo los contrapesos reguladores hasta hacer de su amplia difusión geográfica y funcional una de las fuerzas más claramente propiciadoras de la integración financiera internacional: la de la profunda transformación que experimentan los mercados financieros como estímulo esencial a esa globalización financiera que dominará la transición al siglo XXI.

Habrán de ser las dos crisis del petróleo, las que resuelvan esas tensiones iniciales entre los mercados financieros y los gobiernos a favor de los primeros. A las respuestas de la política monetaria tendentes a reducir las tensiones inflacionistas en los principales países importadores le sucedieron decisiones menos circunstanciales, de naturaleza estructural, liberalizadoras de actividades y sectores económicos y de privatización de empresas y de servicios públicos, tendentes a garantizar el arraigo de la competencia como principal inhibidor de los riesgos inflacionistas. Un exponente no menos expresivo de ese ocaso regulador es la prominencia que en la financiación de los desequilibrios por cuenta corriente de los países importadores cobran los mercados de "eurodivisas", primero los de "eurodólares" y más tarde los de las divisas con una mayor prospección vehicular.

Aunque presentes en la escena financiera internacional desde finales de los cincuenta, amparados precisamente en la

ausencia de regulación frente a sus correspondientes domésticos (en su carácter de mercados apátridas o paralelos), es con ocasión de esas exigencias de redistribución de la liquidez internacional asociadas a los dos choques energéticos cuando no sólo su protagonismo financiador se acentúa, sino también cuando su presión sobre los sistemas financieros domésticos se hace más intensa, obligando la desregulación y la modernización de mercados e instituciones financieras domésticas.

Las transacciones de la cuenta de capital, objeto de una excepción a su liberalización en el articulado del convenio del FMI, fue homologándose a las de la balanza por cuenta corriente, primero en los países industrializados y gradualmente en aquellos menos desarrollados que aspiraban a la obtención de las ganancias de eficiencia que ese nuevo entorno financiero prometía o, que simplemente, no disponían de opciones financieras alternativas.

El protagonismo de las políticas monetarias, las exigencias de financiación de los abultados déficit presupuestarios, y la creciente liberalización y desregulación de las economías, tuvieron su reflejo en esa expansión que registran los mercados financieros y en la no menos significativa versatilidad operativa consecuente con la generación de nuevos instrumentos y técnicas, la mayoría de ellos concebidos para la gestión de los riesgos de precio -de tipo de cambio y de tipo de interés- que dominan la mayoría de las decisiones de financiación e inversión.

Con el final del siglo ese proceso desregulador es puesto en cuestión. La crisis financiera asiática, su rápida y amplia propagación, a fuerza de cuestionar los modelos hasta ahora dominantes en la explicación de las crisis de balanza de pagos e inaugurar una tercera generación de los mismos, ha propiciado la revisión del ritmo y extensión de ese desmantelamiento de regulaciones, especialmente en los países menos desarrollados. El propio FMI, tras las intensas y explícitas críticas, entre otros del propio Banco Mundial al ritmo liberalizador impulsado en los últimos años, ha aceptado que éste ha de adecuarse en lo sucesivo al grado de madurez de los sistemas financieros domésticos y a la existencia de una eficaz supervisión de sus operadores. Una revisión, en todo caso, que no es de esperar contribuya a la reversión de esa liberalización de las transacciones de capital por un número creciente de países que seguirá impulsando la unificación del espacio financiero mundial.

## *El final de las monedas*

Si la situación que caracterizó los años previos al colapso del sistema de Bretton Wood era manifiestamente incómoda para algunos países europeos, ese desenlace no se tradujo precisamente en una reducción de las perturbaciones transmitidas por la inestabilidad del tipo de cambio de la moneda americana a las de los países de la entonces Comunidad Económica Europea. La pretensión de ésta de perfeccionar el mercado común, de constituir un mercado y un espacio financiero verdaderamente únicos y la más quimérica aspiración de alcanzar una unión política avaló las iniciativas tendentes a estabilizar los tipos de cambio intracomunitarios, primero a través de mecanismos conjuntos de flotación frente al dólar -la serpiente monetaria y el sistema monetario europeo- y luego por medio del proyecto de unificación monetaria. Un proyecto intraregional que fue calificado por algunos analistas como un segundo Bretton Woods, pero que de hecho trasciende sus fines y medios.

La historia del Sistema Monetario Europeo (SME) es suficientemente expresiva de esa confrontación entre gobiernos y mercados financieros que caracteriza las dos últimas décadas de siglo. Desde su nacimiento en 1978, el escrutinio de aquéllos, su capacidad para condicionar la orientación de las políticas económicas, para subordinar en definitiva la soberanía económica, es cada vez más explícito. Sus exigencias no sólo se traducen en amplios códigos liberalizadores de las transacciones financieras y de su movilidad transfronteriza, sino también en cesiones formales de soberanía de los gobiernos, como la asociada a la formulación de las políticas monetarias, ámbito en el que los bancos centrales asumirán una completa independencia.

Esa autonomía de los bancos centrales formaba parte del catálogo de condiciones de acceso a la fase final del proceso de unificación monetaria de Europa, sin duda uno de los episodios más sobresalientes de la historia económica del siglo. Una operación de ingeniería política tan arriesgada como huérfana de precedentes que ha llevado a once economías industrializadas a compartir moneda y política monetaria, acelerando la ya explícita integración financiera del área. Su capacidad de supervivencia y de atracción de nuevos socios sigue siendo objeto de duda razonable por aquellos que, paradigma en mano, tratan de sobreponer la racionalidad económica a la voluntad política, y por aquellos otros más recelosos que escépticos con el poten-

cial asociado a ese evidente contrapeso que en la escena comercial y financiera puede ejercer el euro. Con el final del siglo, uno de los padres de la formulación de la teoría de las áreas monetarias óptimas en los primeros sesenta, admitía la posibilidad de que el proyecto de unificación monetaria no solo fuera viable, sino de que contribuyera a acentuar la ya elevada integración comercial y financiera de los once que los configuraron en primera instancia. Mundell sería precisamente el último premio Nobel de economía del siglo XX.

Esa corta pero exitosa experiencia en la moneda única europea y, en mucha mayor medida, las experiencias derivadas de las diversas crisis financieras que han tenido su origen en devaluaciones del tipo de cambio, han abonado el terreno al análisis de viabilidad de nuevas áreas monetarias comunes. Ha sido el caso de algunos países de América Latina más expuestos al contagio en la última crisis financiera del siglo, Argentina en particular, partidaria de asumir el dólar de EE.UU como su propia moneda. Con todo, el abandono de regímenes cambiarios intermedios (fijos, aunque ajustables o de flotación limitada) y su sustitución por esquemas de completa flotación o absoluta y aparentemente irrevocable fijeza (como es el caso de los "currency boards") son las decisiones por las que la generalidad de los gobiernos parecen haber optado. Esta última, recordemos, no es sino un paso más en esa renuncia voluntaria a la soberanía: la literal desaparición de los bancos centrales.

### *Un siglo de crisis financieras*

Cincuenta años después del "crash bursátil" de 1929, el diseño de una "Nueva Arquitectura Financiera Internacional" se nos presenta como el empeño más ambicioso por reducir esa explícita asimetría con la que la maduración de esta segunda era globalizadora se adentra en el próximo milenio: la que define la creciente supremacía de los mercados financieros y la ausencia de mecanismos de cooperación y coordinación internacional suficientemente eficaces con los que responder a episodios de inestabilidad financiera como los que despiden el siglo. Fue el director gerente del Fondo Monetario Internacional (FMI), Michael Camdessus, el que consideró la crisis financiera que emergió en el sureste asiático en el verano de 1997 como la "primera crisis del siglo XXI"; no tanto, hay que suponer, por aligerar el balance de este siglo de episodios indeseables, como para subrayar su

singularidad y envergadura, impropia de una centuria que sólo en sus tres últimos lustros ha estado plenamente caracterizada por los rasgos de un sistema financiero global.

Ni los más cínicos consideraron las virtudes curativas, purgativas, de esta última crisis como apenas un paliativo a las severas implicaciones que trajo consigo y a la vulnerabilidad que denunció. Es verdad que, a diferencia de muchas de sus predecesoras, la recesión que ésta arrastró no fue tan dilatada y, la recuperación de las economías más dañadas no ha tardado más de dos años en ponerse de manifiesto. Pero también es cierto que a diferencia de aquéllas, los canales de contagio han revelado que el mero hecho de actuar en ese escenario global es condición suficiente para que algunas economías, especialmente las consideradas emergentes, se vean expuestas a la contaminación. La ausencia de razones estrictamente asociadas a la situación macroeconómica de los países más afectados por esa crisis, la satisfacción en general de las prescripciones del FMI, está contribuyendo a reformular ese análisis coste-beneficio del proceso de globalización financiera y, en particular, el correspondiente a las actitudes entronizadoras de los mercados financieros.

Como si se tratara de un último y definitivo intento por evitar dudas en la catalogación histórica de esa crisis financiera, la dimisión de Camdessus, estrechamente ligada a la erosión sufrida por el FMI en la gestión de esa crisis, se la apropió el siglo XX forzando a la comunidad internacional y a los Estados Unidos, en particular, a la definición de señales relevantes de ese diseño arquitectónico, más allá de las reparaciones de urgencia. También en los últimos días del siglo tenía lugar el retorno a sus originales tareas académicas del Vicepresidente del Banco Mundial, Joseph Stiglitz, defensor de un control más estrecho sobre esa dinámica de globalización financiera y de la dosificación desreguladora de los países aspirantes a incorporarse a la misma y, en consecuencia, la personalidad más característica de esas divergencias familiares que la crisis asiática acentuó entre las instituciones nacidas en Bretton Woods. Divergencias que también se manifestaron en los esbozos de esa "nueva arquitectura financiera internacional" con que el siglo despedía sus aspiraciones.

Esos propósitos por diseñar un nuevo sistema conforme a las transformaciones que estaban teniendo lugar en la escena financiera internacional, ha sido una constante desde el colapso

del sistema de Bretton Woods, pero su alcance y respaldo político ha sido ciertamente limitado. La emergencia en el verano de 1997 de la crisis asiática, su poder de intimidación, contribuyó definitivamente a que esas propuestas encabezaran la agenda de las instituciones internacionales. Si el siglo había sido pródigo en convulsiones financieras, sus últimos veinte años habían acentuado esa sensación de vulnerabilidad, no sólo por la mayor envergadura de y frecuencia de las crisis, sino muy especialmente por la dimensión global con que se manifiestan a partir de finales de los ochenta. A la crisis de la deuda de los países en desarrollo, muy especialmente de los latinoamericanos, con la que se inician los ochenta le sucede el crash bursátil de 1987, la del Sistema Monetario Europeo en 1992, la iniciada en México en 1994-95 pero propagada a las economías emergentes a través de esa metástasis calificada con tan escasa imaginación como "efecto tequila" y, finalmente, la más global de todas que, a fuer de cuestionar seriamente un modelo de crecimiento, el mantenido por esos tigres o dragones asiáticos, lo hizo definitivamente con esa arquitectura residual. Convulsiones suficientes en número y envergadura para que sin hacer más esfuerzos en el recuento el XX merezca esa otra caracterización como el siglo de las crisis. El estigma del 29 sigue resistiendo su definitiva incorporación a ese inventario de los ocasos, contribuyendo a hacer de él un siglo corto, de transición entre dos fases de globalización y, a la sazón, entre dos crisis financieras.