

Ascenso y caída de Wall Street

Para entender lo que ha venido aconteciendo en los mercados financieros y la economía mundial, incluido el 'nuevo curso' del mercado de valores y la economía norteamericana, a partir de los últimos atentados terroristas, es imprescindible tomar una perspectiva de largo alcance. Aquí se intenta proporcionar algunos elementos para ello.

Un exámen de largo plazo del mercado bursátil norteamericano, a través del índice industrial Dow Jones (DJIA), descubre, tal como se observa en el Gráfico N° 1, un comportamiento fundamental distinto en el periodo de 1950-1970 con relación al observado entre 1980-2001. esto no es una mera casualidad, sino el indicativo que la economía mundial ha presentado desde la posguerra dos 'modos de crecimiento', cada uno con características distintivas frente al otro, que ayuda a comprender y ubicar mejor los cambios que están afectando a los mercados bursátiles.

Los años dorados

El período de 1950 a 1970 constituyó la fase de mayor crecimiento de riqueza material en el ámbito mundial, el más largo y el más estable que se haya conocido, con crecimiento continuo de salarios y pleno empleo. Este periodo obtuvo gran parte de sus características a partir de los acuerdos de Bretón Woods que establecieron un orden monetario-financiero internacional regulado que descansaba en el creencia que un comercio libre, así como un crecimiento continuo y estable, requerían mantener las finanzas bajo control, subordinarlas al interés del capital productivo .

Expresión de esto fue el establecimiento de extensos controles de capitales y un tipo de cambio fijo . Esto implicaba sistemas financieros domésticos altamente regulados con el sistema bancario teniendo un rol dominante en el mismo, administrando la tasa de interés, así como Bancos Centrales con capacidad de regular efectivamente el precio y la cantidad del crédito.

Como resultado de tal ordenamiento de la economía mundial, el proceso de valoración de la riqueza financiera-reflejada en los mercados bursátiles y les-continuo a un ritmo relativamente paralelo a la creación de riqueza material o productivo (crecimiento de PBI). En los veinte años que medían entre 1950 y 1970, el índice industrial Dow Jones creció tan sólo 275% . Aún más, el incremento del Dow Jones (DJIA) fue algo menor al 50%, mientras que el crecimiento de la producción alcanzaba al 45%.

La Crisis y la transición a un nuevo orden

Estos años dorados llegaron a su fin en los setenta, según muchos, a causa de la elevación dramática de los precios del petróleo a inicios y fines de década, que ayudaron a configurar un nuevo escenario de la economía mundial , caracterizado por el estancamiento , la recesión , elevción de la inflamación y el desempleo . En este periodo , como se observa en le Gráfico No. 1, la Bolsa de de Valores terminó la década justo donde había empezó, alrededor de los 800 puntos. Así, una década de varios periodos recesivos y elevación de la inflación en Estados Unidos y la economía mundial se reflejó claramente en un estancamiento de la bolsa de valores.

En realidad, el estancamiento no residía en factores exógenos (elevación de precio del petróleo), ni era tanto el resultado de políticas erradas para los años setenta (el Keynesianismo exitoso de 1940 a 1960), sino tenía una explicación de orden tecnológico : el agotamiento de un paradigma tecnológico sobre el que se apoyó la fuerte expansión de la posguerra, que llegaba a su fin a mediados de los setenta. Esto significaba el inicio de una larga fase recesiva en la economía mundial, que señalaba la búsqueda y transición marco tecnológico y organizativo . Proceso que ha ocurrido repetidamente en la economía mundial a lo largo de su historia, desde la Revolución Industrial.

Pero el enfrentamiento de estos males se produjo a través de un cambio de perspectiva : una nueva ortodoxia económica , y sobre todo una nueva ideología (Reagan y Thatcher), tomó el control. Una corriente que identificaba en el intervencionismo y la regulación del Estado los problemas de los años setenta , y que proponía la liberación y desregulación general de los mercados como la llave maestra para salir de la recesión a escala mundial. Esto se manifestó en la liberación de los controles a la tasa de interés , la liberación de controles de cambios, la apertura de los mercados domésticos al exterior , la “descompartamentalización “ de los distintos mercados al interior del sistema financiero (mercados a corto plazo, de divisas, a largo plazo).

De este modo, a mediados de los ochenta se había conformado ya nuevo orden monetario-financiero, el cual se consolida a escala mundial en los noventa, con la integración de los países en vías de desarrollo y los antiguos países comunistas. Este proceso de consolidación, bautizado como “globalización financiera” y caracterizado por la existencia de un mercado unificado de capital en el nivel global, ha afectado tanto la gestión macro-económica en los distintos países como el funcionamiento de los mercados bursátiles y financieros.

El nuevo orden establecido se caracteriza, a diferencia del prevaleciente entre 1950-1970, por un fenómeno de desintermediación financiera, donde las instituciones dominantes del sistema financiero son ahora los mercados de capitales, en que el sistema bancario pierde capacidad de fijar la tasa de interés (la que viene determinada por la oferta y demanda de capitales), los Bancos Centrales pierden capacidad relativa de regular los agregados monetarios y, en general, las autoridades monetarias tienen un crecientemente reducido poder frente a los mercados financieros. Este es un orden donde las finanzas internacionales toman el control y de liberan de cualquier atadura que los Estados nacionales les imponen. Es en este sentido, un orden en las antípodas de aquél de los años cincuenta y sesenta.

El nuevo orden y el comienzo de la burbuja

¿Y que tiene que ver esto con Wall Street de los años ochenta y noventa? Pues muy simple, esta liberalización financiero ha proveído el material, el combustible y el fósforo para alimentar un crecimiento explosivo de las transacciones financieras en los mercados de bonos y acciones, divisas y derivados. En el caso del mercado secundario de bonos y acciones, divisas y derivados. En el caso del mercado secundario de bonos y acciones, esto refleja en el nuevo “comportamiento típico” de los mercados en los ochenta y noventa (diametralmente opuesto al comportamiento en los cincuenta y sesenta), caracterizados por una acelerada elevación de precios de los activos financieros, que instaló la fase expansiva de valorización de la riqueza financiera (bull marker) más grande que se haya conocido en toda la historia de los Estados Unidos.

Como se puede ver en el Gráfico 1, tal proceso se inició en 1982 y ha continuado sostenidamente hasta el año 2001. un primer evento significativo de este largo camino

fue la conformación, y el posterior rompimiento abrupto, de una burbuja financiera en octubre de 1987. ¡El que dio lugar a la mayor caída de la Bolsa en toda su historia en un solo día, mayor caída de la Bolsa en toda la historia en un solo día, mayor Depresión de 1929, alrededor de 26%! Esta significativa corrección de precios fue tan solo un fenómeno pasajero, pues el siguiente año, tal como se observa en el gráfico, se iniciaba otra vez en forma acelerada la subida de precios de los activos en el mercado bursátil. Esto ocurriría aun cuando en los primeros años de los noventa, la economía norteamericana experimentaban una recesión, primero, y luego, una muy lenta recuperación.

Sin embargo, la liberalización financiera no explica completamente el porqué de esta inflación en los precios de los activos en el mercado de valores. En particular, no explica el nuevo cambio de tendencia en la evolución del Dow Jones a mediados de los noventa. Aquí, el factor crucial ha sido el despliegue pleno de la impresionante revolución tecnológica (tecnologías de la información y comunicación), que ha significado un cambio estructural en la economía mundial y que modificó sustancialmente las expectativas de los inversionistas. Revolución tecnológica que, aunque visible ya en los ochenta, ha desplegado plenamente sus efectos en los noventa, a través de un crecimiento elevado y sostenido de la producción elevado y sostenido de la producción, una permanente reducción de la inflación y un descenso continuo de la tasa de desempleo. Esto se ha reflejado en el índice NASDAQ (el mercado que registra las acciones del nuevo sector tecnológico), que muestra, tal como se observa en el Gráfico N° 2, un comportamiento fundamentalmente distinto en los años noventa frente a los ochenta. Y dentro de los noventa, una tendencia más alcista entre 1995 y 1999, y más acelerada aún entre 1999 y el 2000.

Todo lo anterior ha conducido a una mayor aceleración de Wall Street en los noventa. Un “shock tecnológico” generalizado como el de los noventa, altera los fundamentos de la economía y, por tanto, se puede reflejar propiamente en los precios de los activos financieros, vía una elevación del ratio de precio a ganancia de los activos financieros, vía una elevación del ratio de precio a ganancia de los activos. Pero en la práctica, por su efecto sobre las expectativas de los inversionistas y el optimismo generalizado de un crecimiento permanente en múltiples sectores y empresas (Microsoft extrapolado a los nuevos sectores), el resultado de la valorización de las nuevas tecnologías ha sido inflar aún más la burbuja financiera acumulada.. no es casual que en diciembre de 1996, el presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos pronunciara su famosa observación sobre la “exuberancia irracional” de los mercados.

Esto es más evidente aún a través de un análisis de largo plazo del ratio de precio a utilidades (price earnings ratioPER) del conjuntos del mercado de valores. Como se observa en el Gráfico N° 3, el PER del mercado utilizando el Índice S&P ha venido aumentando sostenidamente desde 1982. Lo que es absolutamente revelador es que el nivel alcanzado a enero del 2000 (44.3) tampoco tiene precedentes en toda la historia de los Estados Unidos. ¡Es mayor que el nivel más alto alcanzando por la gran burbuja financiera que dio origen a la Gran Depresión (32.6).

En suma, detrás de toda la fase expansiva del mercado de valores norteamericanos, se encuentra una permanente desvinculación entre la esfera productiva y financiera, que ha conducido al crecimiento continuo y desmedido de una burbuja financiera desde inicios de los ochenta. Esto ha sucedido tanto en un primer periodo entre 1982- 1994, caracterizado por un débil crecimiento, como entre 1995-2000, producido por la aceleración del crecimiento, en gran parte como resultado de las nuevas tecnologías.

Esta desvinculación, sin embargo, es anterior a 1980 y se origina con el fin definitivo de Bretón Woods y las políticas de liberalización financiera a escala mundial, sitúa su inicio en el orden que comenzó a conformarse en los setenta y se estableció plenamente en los ochenta. Esto se reconoce a través de un examen del ratio de transacciones financieras en acciones y bonos (crossborder) en relación al PBI que muestra una evolución creciente desde los setenta. Así, en 1975 este ratio fue de 4%, en 1985 fue 9%, 35% en 1990, 107% en 1992, 131% en 1994, 159% en 1996 y 230% en 1998!).

La inevitable caída. Cuanto más alto...

¿Pero cuál es el problema de una desvinculación entre las esferas productivas y financiera de la economía norteamericana y mundial? Pues simplemente que en el corto y mediano plazo pueden haber divergencias, pero es un principio aceptado en economía, que en el largo plazo la evolución de los mercados bursátiles tiene que ir en paralelo a la evolución de la esfera productiva. Es decir, de los factores reales sobre los que se fundamenta tanto la demanda de activos financieros en los mercados, como la formación de expectativas a mediano plazo. Y los que ocurre, como muestra el Gráfico N° 3, es que ha existido desde hace tiempo una profunda divergencia entre la valoración de los activos financieros y la creación de riqueza productiva real, que alimenta, lenta pero sostenidamente, una burbuja financiera. Proceso que siempre tiene que tener necesariamente un fin.

Este panorama parecía que había empezado ya en los últimos meses. La primera evidencia se encuentra en el muy fuerte desinflamiento de la burbuja financiera en el mercado del NASDAQ. Como se observa en el Gráfico N° 2, una fortísima corrección de precios originó a inicios de 2000 y ha continuado sostenidamente hasta setiembre de este año, ¡mostrando una pérdida mayor al 60%! Situándose en niveles indicados por la tendencia de fines de 1980. todo esto se dio mucho antes de los atentados terroristas de setiembre de este año.

La segunda evidencia proviene directamente de la evolución reciente del Dow Jones. Como se observa en el Gráfico N° 4, una importante corrección de precios se produjo entre febrero y marzo, cuando el Dow Jones (DJIA) pasó de 11.000 puntos a menos de 9.500. Sin embargo, el objetivo de la Reserva Federal de evitar la recesión y lograr un “aterrizaje suave” de la economía, a través de reducciones consecutivas de tasas de interés, ha tenido el efecto indirecto de reactivar el alza del mercado bursátil. Tal como fue el caso de la fuerte recuperación entre inicios de abril y mediados de mayo, en que el índice pasó de 9.500 a más de 11,000 puntos. A pesar de esto, un examen cuidadoso de la evidencia muestra que el proceso de corrección de precios de los activos financieros (el desinflamiento de la burbuja de Wall Street) ya se había iniciado y establecido entre mayo y agosto. Y, como consecuencias del mismo, un proceso de recesión, medido técnicamente por la presencia de dos meses consecutivos de decrecimiento, también ya estaban presente en la economía norteamericana, antes de los atentados terroristas.

¿Qué lugar para los atentados? La cereza sobre la torta

Entonces, ¿cuál es la contribución propia de los atentados? El constituirse en factor final, en el pinchazo adicional requerido para poner término en forma definitiva al bull market en Wall Street, iniciado a mediados de los ochenta. y muy posiblemente, dependiendo de la magnitud de la corrección y de la forma definitiva al bull market en Wall Street, iniciado a mediados de los ochenta. Y muy posiblemente, dependiendo de

la magnitud de la corrección y de la forma (ordenada o abrupta), iniciar la fase descendente del ciclo económico para la economía de Estados Unidos. Esto podrá observarse en una recuperación de los valores tendenciales del Dow Jones, tal como ha sucedido con la corrección de la burbuja del Nasdaq, que ha significado el retorno a valores indicados por la tendencia de mediados de los ochenta. Pero, ¿a qué valores? Una simple evaluación de la tendencia entre 1980 y mediados de 1990, como se puede ver en el Gráfico N° 1, pudiera indicar un valor entre 6.000 y 7.000 punto. ¿Es esto locura? No tanto. En 1999, cuando el Dow Jones estaba por encima de 10.000, diversas proyecciones de instituciones internacionales consideraban rangos entre 25 a 40% de corrección en Wall Street. ¡Después de todo, la corrección de la Bolsa de Valores japonesa en dos años y medio fue de 60%!.

Los efectos macroeconómicos de los recientes eventos hay que situarlos en el contexto específico del desinflamiento de la burbuja, antes que en el análisis del patrón típico de respuesta de los mercados bursátiles a eventos extraordinarios. Esto último indicaría tan solo efectos temporales de muy corto plazo, léase un flight to quality, la declinación de corto plazo de los mercados y la volatilidad de los precios de las materias primas. Por ello, se debe recordar que la burbuja de Wall Street ha venido estimulando un boom de consumo de las familias norteamericanas y los ha inducido a endeudarse muy fuertemente, al ver incrementado sus ingresos vía ganancias de capital de la Bolsa. Esto ha llevado a un continuo descenso de la tasa de ahorro de la economía en niveles no vistos en muchas décadas, que ha alimentado un creciente déficit en cuenta corrientes y que ha generado una serie de desequilibrios tanto al interior de la economía norteamericana, como entre las economías industrializadas. Más aun, ha sido este boom de consumo de las familias norteamericanas la que ha mantenido a flote la economía mundial los últimos años.

Lo que es igualmente grave, la euforia autoalimentada de la burbuja financiera acumulada inducía a los inversionistas a proyecciones de crecimiento muy optimistas, lo que llevaba a muchas empresas a una sobreexpansión de la capacidad productiva. Sobreexpansión de la capacidad productiva. Sobreexpansión que ya comienza a ser evidente en sectores de alta tecnología, y en muchas regiones como el Este Asiático (Singapur, Corea, Taiwán). ¡Sectores que mostrarán un serio debilitamiento de la inversión por años!, a pesar de ser los llamados a constituirse en la base de la nueva expansión de la economía mundial. Así, cuando se corrige la burbuja, se encuentra que las familias están endeudadas, que sobreestimaron su ingresos futuros. Aún más, la incertidumbre sobre el futuro afecta seriamente la confianza de los consumidores, lo que lleva a una caída y debilitamiento del consumo, el que al constituir los dos tercios de la producción, induce una recesión de no corta duración. Hoy, en Estados Unidos, el índice de confianza de los consumidores ya se encuentra a su nivel más bajo desde enero de 1996, y más de la mitad de los norteamericanos piensa que la economía está en recesión.

Por otro lado, cuando se corrige una burbuja como la actual se encuentra un debilitamiento de la inversión, capacidades de planta subutilizadas y, sobretodo, limitaciones para reactivar la economía por este lado. A pesar de la propaganda en contrario, los daños de una burbuja como la actual son duraderos y de gran alcance, pudiendo durar años.

¡ah! Por si fuera poco una mayor incertidumbre por una “nueva guerra” de larga duración termina de configurar este panorama.

Se repite la historia?

Con la corrección de una burbuja, los desequilibrios macroeconómicos al interior de la economía norteamericana y entre ésta y el resto del mundo tiene que corregirse rápidamente. Pero en este proceso una muy fuerte incertidumbre tanto sobre los consumidores e inversionistas se instala, lo que lleva a un creciente debilitamiento del poder de la política monetaria para regular la demanda agregada. Tal como lo ha venido experimentando Japón, ¡cuya tasa de interés es cero! Y tal como se ha quedado evidenciado en la reducción de 0,5 puntos porcentuales de la tasa de interés, por parte de la FED, cuando se reinició la operación de los mercados bursátiles luego de los atentados, que no pudo evitar la mayor caída absoluta en puntos en toda la historia del Dow Jones: 1369 puntos en una semana, alrededor de 14.2%.

Puede haber una respuesta efectiva, quizás. Pero sólo con un inmenso impulso fiscal que sería financiado a costas del resto del mundo.

En este contexto de corrección de desequilibrios y las diferentes fases del ciclo económico y político de cada economía, es factible considerar un escenario en el cual cada una de las grandes economías trata de defender el nivel de empleo al interior de su país. “Competencia (guerra) de tasas de interés”, y “competencia devaluatorias” ya no parecen cosas del pasado o pura ciencia ficción.

¿Qué es lo definitivo? En síntesis, que el proceso de expansión continua de Wall Street, iniciado a mediados de los ochenta, ha llegado definitivamente a su fin, y se inicia un proceso de corrección bastante fuerte, aunque hasta ahora ha venido ocurriendo “ordenadamente”, lo cual profundizará y prolongará la recesión ya instalada. Si bien algunos pueden esperar optimista-mente una salida a la recesión en Estados Unidos dentro de tres o cuatro trimestres, ello dependerá de la magnitud de los daños causados por la burbuja financiera sobre los consumidores e inversionistas. A juzgar por otras experiencias, la salida no es ni rápida, ni fácil. Todo esto en el contexto de un sistema financiero internacional que muestra fallas sistémicas junto con la inviabilidad política de una reforma que instale una nueva arquitectura mundial, la que tendría que corregir algunos de los elementos centrales del orden internacional fundado en los ochenta, señalan pocos elementos para ser optimistas en los próximos años sobre los Estados Unidos y sobre la economía mundial. ¿Es esta caída de Wall Street, como piensan algunos, el comienzo del fin de una época?. Ello dependerá de la intensidad de las crisis financieras por venir, de las limitaciones de los Estados para enfrentarla y de la resolución de conflictos entre el capital financiero y el capital productivo, en el marco de cambios estructurales en la economía y sociedad, y entre ambos y el trabajo y el resto de la sociedad civil.