

# *La ALQUIMIA de las FINANZAS*

"La Alquimia" se une con "Reminiscencias de un operador bursátil como un manual de instrucciones permanente acerca de la Bolsa."

Paul Tudor Jones  
del Prefacio

"Una mirada extraordinaria... desde adentro, del proceso de toma de decisiones del manager de dinero que ha obtenido el mayor éxito en nuestra época. Fantástico".

The Wall Street Journal

"Un libro brillante, que corta la respiración. Soros pertenece al núcleo de maestros... que puede comenzar a digerir realmente la sorprendente complejidad... del juego de las finanzas en los años recientes".

Esquire

"Un libro fundamental acerca de la inversión... se debería leer, subrayar y reflexionar sobre su contenido página por página, idea por idea... Es el mejor inversor puro de todos los tiempos... probablemente el más agudo analista del mundo en nuestra época."

Bargon Biggs,  
Morgan Stanley

George Soros es indiscutiblemente el inversor más poderoso y de mayores ganancias del mundo de hoy. La revista Business Week lo denominó "El Hombre Que Mueve los Mercados". Soros ganó mil millones de dólares enfrentando la libra esterlina, y algunos dicen que rescató al pueblo inglés de la recesión. Soros no es meramente un financista sino también un pensador a quien se debe tener en cuenta. Ahora este hombre extraordinario revela en "La Alquimia de las Finanzas" las estrategias de inversión que lo convirtieron en una "superestrella entre los managers del dinero".

The New York Times

George Soros dirige el Soros Fund Management, con su navío-insignia, el Quantum Fund, una firma de inversión con base en Curaçao y sede central en Manhattan. El Quantum rindió el 68,6% en 1992 y el 61,5 en 1993. Tiene \$ 6.000 millones de activo neto. El Quantum Fund ha dado también origen a varios otros fondos, que han tenido mucho éxito. Además de ser un maestro en el área de las finanzas, George Soros patrocina importantes esfuerzos filantrópicos bajo el auspicio de The Soros Foundation, que opera en 22 países y gasta anualmente centenares de millones de dólares. Egresó como economista de la "London School of Economics". Desde hace más de tres décadas se dedica a la investigación filosófica y fue discípulo del gran epistemólogo Sir Karl Popper.

LA ALQUIMIA DE LAS FINANZAS es el complemento indispensable de SOROS POR SOROS, su fascinante autobiografía, un documento de primera magnitud sobre el mundo financiero actual.



ISBN 987-502-007-9



9 789875 020078 >

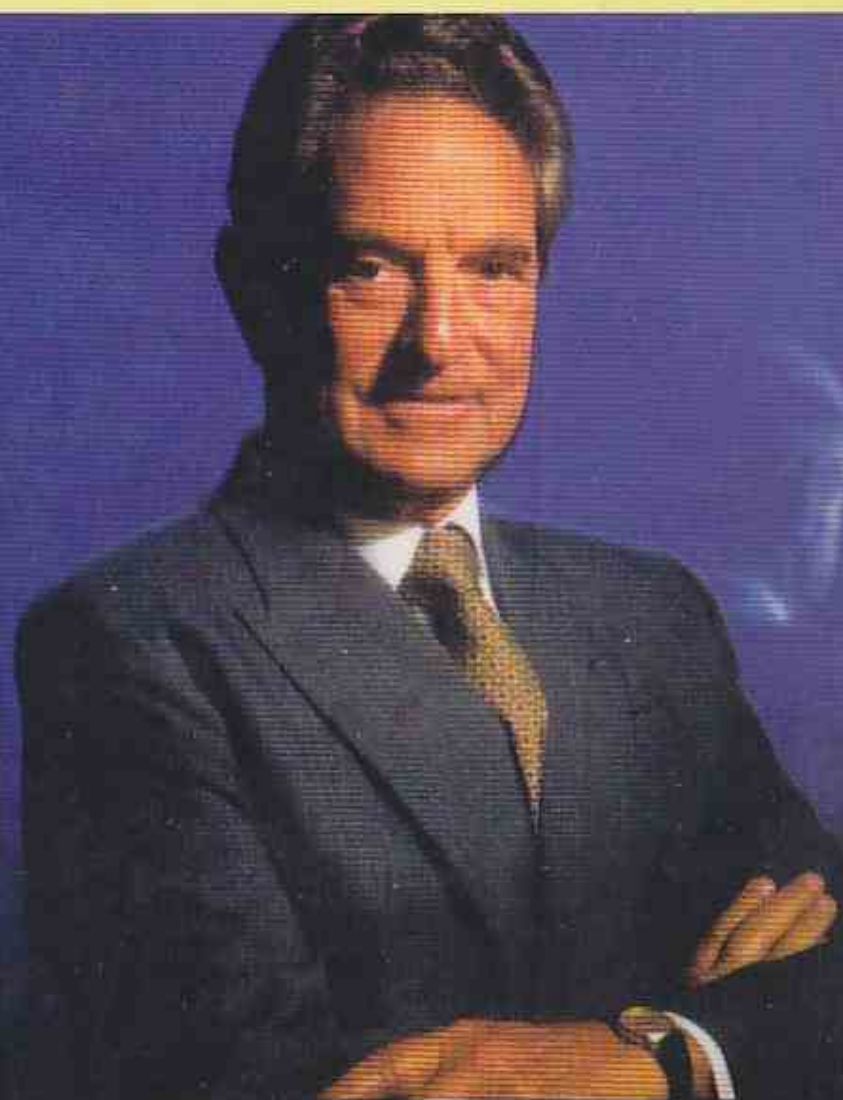


La

# ALQUIMIA de las FINANZAS

El proceso  
de toma  
de decisiones,  
*"desde adentro"*

*The Wall Street Journal*



# GEORGE SOROS

**d**  
DISTAL

Prólogo de PAUL TUDOR JONES



# LA ALMUDIA DE LAS FINANZAS

GEORGE SOROS

Diseño de interior: Graffit S.R.L.  
Callao 569, 3er. piso, Tel./Fax 373-2876/7,  
(1022) Buenos Aires, Argentina

© 1997, Editorial Distal S.R.L.  
Av. Corrientes 913 (1043) Buenos Aires, Argentina

ISBN N° 987-502-007-9

Hecho el depósito que marca la ley 11.723

Impreso en Argentina - Printed in Argentina

Prohibida la reproducción total o parcial por cualquier  
método de impresión, duplicación o almacenamiento  
de datos sin previo aviso.



*sin la cual este libro habria quedado terminado muchos antes*



A 21812 A

esta obra es de dominio público y no se permite su explotación económica ni su transformación en ninguna forma.

IMPRESA

LIBROS

ALFONSO ROBERTO

Editor: Dr. Roberto, Calle 5 y 1,  
Calle 400, Tel Aviv, Israel 6100000.  
10000 Buenos Aires, Argentina

C 1987, Editorial Roberto S.R.L.  
Av. Corrientes 911 (1043) Buenos Aires, Argentina

ISBN 960-12-0000-0  
Módulo de desarrollo que cubre la ley 11.171

Impreso en Argentina - Printed in Argentina

Prohibida la reproducción o el uso parcial o total de esta obra sin el consentimiento expreso de la editorial, excepto en el caso de citas o referencias.



## RECONOCIMIENTO

---

Un cierto número de personas leyó la totalidad o partes del manuscrito en varias etapas de su elaboración. Son demasiadas para que pueda enumerarlas, pero quiero agradecerles a todas ellas su ayuda y su crítica. Byron Wien, en particular, hizo más de lo que le pedí al leer y comentar el manuscrito en tres estadios distintos de su elaboración. Debo un agradecimiento especial a Antonio Foglia, quien creó los gráficos que ilustran el experimento realizado en tiempo real. Larry Chiarello proveyó las ilustraciones.

También deseo dar las gracias al equipo que colaboró en el desempeño del Quantum Fund durante el experimento: Bill Ehrman, Gary Gladstein, Tom Larkin, Robert Miller, Steven Okin, Joe Orofino, Stephen Plant, Allan Raphael y Anne Stires.



## RECONOCIMIENTO

Un claro signo de progreso llegó al comité a partir del momento en que varias copias de su trabajo. Los documentos que se le presentaron, pero que se consideraron a todas ellas en su totalidad. En particular, hizo una de lo que se le presentó al comité y comentó el manuscrito en sus estadísticas de su elaboración. Debo un agradecimiento especial a Antonio Fajó, quien está en el momento que fueron el experimento terminado en tiempo con Larry Chisello por sus limitaciones.

También debo dar las gracias al grupo que colaboró en el desarrollo del Quantum Tard durante el experimento: Bill Eberts, Gary Chisello, Tom Larkin, Robert Miller, Steven Davis, Joe Graham, Stephen Platt, Adam Rabinov y Anne Silver.

# INDICE

---

Un estudio acerca de Soros . . . . .	11
Prólogo . . . . .	16
Prefacio . . . . .	20
Introducción . . . . .	29

## Primera Parte

### LA TEORIA

1. La Teoría de la Reflexividad . . . . .	49
El antiequilibrio . . . . .	49
El problema del conocimiento imperfecto . . . . .	55
El problema de las ciencias sociales . . . . .	58
La tendencia de los participantes . . . . .	66
El concepto de reflexividad . . . . .	68
Reflexividad versus equilibrio . . . . .	70
2. La reflexividad en el mercado bursátil . . . . .	75
3. La reflexividad en el mercado de divisas . . . . .	105
4. El ciclo crediticio y regulador . . . . .	121

## Segunda Parte

### LA PERSPECTIVA HISTORICA

5. El problema de la deuda internacional . . . . .	133
6. El sistema colectivo de préstamos . . . . .	149
7. El Círculo Imperial de Reagan . . . . .	157



8.	La evolución del sistema bancario.....	167
9.	La "oligopolización" de América .....	181

### Tercera Parte EL EXPERIMENTO EN TIEMPO REAL

10.	El punto de partida: agosto 1985.....	197
11.	Fase 1: agosto 1985 - diciembre 1985.....	207
12.	Período de control: enero 1986 - julio 1986 .....	265
13.	Fase 2: julio 1986 - noviembre 1986.....	309
14.	La conclusión: noviembre 1986 .....	367

### Cuarta Parte LA EVALUACION

15.	El alcance de la alquimia financiera: Una evaluación del experimento .....	383
16.	El dilema de las ciencias sociales .....	395

### Quinta Parte LA RECETA

17.	Mercados libres versus regulación.....	405
18.	Hacia un Banco Central internacional.....	415
	Los tipos de cambio .....	420
	La deuda internacional .....	422
	El petróleo .....	426
	Una moneda internacional.....	431
19.	La paradoja de la reforma sistémica .....	437
20.	El Crack del 87.....	443
	Epílogo.....	463
	Notas .....	471

# GEORGE SOROS, O LA FILOSOFÍA APLICADA A LOS NEGOCIOS

---

**L**a presentación de este libro notable al público de habla hispana constituye un acontecimiento editorial de primera magnitud. La turbulenta historia de la economía internacional en este último cuarto de siglo es narrada por uno de sus protagonistas más importantes, que es al mismo tiempo un analista agudamente crítico de la realidad de hoy. El autor combina la sangre fría y la fibra de un operador de alto nivel con la visión teórica de largo alcance de un filósofo. Esta combinación muy poco común incitará al lector a seguir con la mayor atención las profundas consideraciones y las predicciones de George Soros (en húngaro, György Sörös).

El autor nació en Hungría en 1932, en el seno de una familia judía de clase media alta. Su padre, como lo recordó siempre Soros, le enseñó una lección fundamental: *en primer lugar, hay que sobrevivir*. A los 23 años se graduó como economista en la mundialmente famosa *London School of Economics*, y allí fue discípulo de uno de los grandes de la epistemología moderna: sir Karl Popper. Se incorporó a una firma financiera inglesa, y luego a otra en los Estados Unidos. Allí se abrió camino en el duro mundo de la finanza, donde logró hacer una inmensa fortuna.



Soros aplica a los mercados de acciones, de divisas, financieros e inmobiliarios métodos científicos, basados en su sorprendente conocimiento de los mecanismos de *feedback*. Por consiguiente, nadie debería sentirse sorprendido de sus citas de Bateson y Hofstadter. Pero el autor emplea su sorprendente base teórica con una mente fresca, y nunca es esclavo de sus propios esquemas; los abandona en el acto cada vez que lo considera necesario.

Desde luego, esta formación, acoplada con una capacidad extraordinaria para captar y tener en cuenta todos los factores determinantes de una situación, le otorgó una insuperable ventaja sobre sus colegas. Estos se preguntaron muchas veces cómo era posible que mientras ellos perdían su dinero a carradas, este *trader*, empleando métodos desconocidos para ellos, lograba ganancias astronómicas. Estas eran posibles por su profunda percepción de las formas en que las inclinaciones de los operadores se combinan con las tendencias fundamentales de los mercados, lo cual le permitió partir casi siempre al frente del grueso del pelotón. En el mundo financiero, donde a veces las horas pesan tanto como los siglos, esto equivale a la diferencia entre la vida y la muerte, entre ser o no ser. Entrar y salir en el momento oportuno: en el plano financiero, ésa es la cuestión.

A veces Soros se equivocó, aunque en menor escala que la mayoría de los grandes *traders*, pero la franqueza con la cual confiesa sus equivocaciones y sus tropiezos es total. Parecería incluso divertirse con el detallado relato de algunos de sus errores, muy gruesos, según él. Pero no nos equivoquemos. Ese reconocimiento abierto no hace más que subrayar la importancia de sus aciertos.

Para algunos, el éxito abrumador de George Soros no choca tanto por la enorme cantidad de dinero que consiguió ganar como por los métodos científicos que aplicó en forma sistemática y meticulosa, según lo comprobará fácilmente el lector de *La Alquimia de las Finanzas*. La buena o la mala suerte no tienen ninguna relación con este caso. Y en un contexto global crecientemente difícil, donde son muchos los que caminan al borde del desastre, nunca a salvo del peligro de un golpe demoledor, este hecho inesperado, podríamos



decir escandaloso, de un intelectual por derecho propio que hace tanto dinero, podría provocar una tormenta mental entre algunas personas que suelen despotricar contra "los intelectuales".

Este éxito de Soros subraya el alto valor teórico y práctico de la cibernética —que el autor utiliza de una manera continua y coherente en comparación con la metodología tradicional, basada en la lógica lineal, aristotélica, la única que nos han enseñado. Esta última coloca indebidamente de un lado las causas y del otro los efectos, olvidando así la naturaleza circular de la causalidad en el plano de los seres vivos, que con frecuencia asume la forma de círculos viciosos o virtuosos. La lógica lineal no tiene en cuenta los procesos con *feedback* o recurrentes. Por eso pone en la misma bolsa los fenómenos sociales y los naturales, la conciencia humana y el movimiento de los astros, y combina inadecuadamente las leyes del mundo inorgánico, cuando aún no había llegado la vida, con la esfera humana, donde *"la conciencia, originariamente, es no un yo pienso sino un yo puedo"* (Maurice Merleau-Ponty). Y donde, como consecuencia, cada participante puede (dentro de ciertos límites) crear su propio mundo, y contar su propio relato a su manera.

Si intentáramos rastrear el punto de partida de las "inclinaciones prevaletientes" de las cuales habla Soros, finalmente lo encontraríamos aquí, en la mente humana: digital y racional en su hemisferio izquierdo y analógica, emocional y holística en el derecho, ambos en interacción permanente, "reflexiva". Aunque, según lo recuerda el epistemólogo chileno Humberto Maturana, todas las decisiones fundamentales se toman siempre en el hemisferio derecho, el analógico, el de los sentimientos, que funciona como el integrador de ambos hemisferios.

En un film inolvidable, *"Rashomon"*, esa obra maestra de Akira Kurosawa donde un crimen se narra en cuatro versiones diferentes, todas creíbles y tal vez las cuatro falsas, se nos dice que somos lo que creemos ser, y que los acontecimientos históricos y la realidad son tales como queremos que sean, o tales como creemos que deberían ser. Influimos sobre ellos, y ellos influyen sobre nosotros. Soros insiste



tenazmente en todo su libro sobre la interacción permanente de todos los factores determinantes de cualquier situación. Sus notables aportes en este terreno llevan un nombre atractivo: *la teoría de la reflexividad*. Aconsejamos al lector que le preste mucha atención: no perderá el tiempo.

No puede sorprender que en ciertos medios sus puntos de vista sean considerados heterodoxos e iconoclastas. Chocan con los arraigados prejuicios que se han convertido en los dogmas oficiales de la economía de mercado. Pero en el fondo, todo operador, administrador, ejecutivo, etc., percibe que estos dogmas constituyen *una realidad inventada* (Watzlawick) y que Soros tiene razón al cuestionarlos. Pero hay más. De alguna manera, se terminará por comprender que los asuntos humanos (entre los cuales están los mercados bursátiles, los mercados monetarios y financieros, los mercados cambiarios, los mercados de producción y servicios, los mercados de ilusiones... y la propia economía de mercado, que los abarca) llevan el sello distintivo e indeleble de *una ideología inventada*: la del progreso, que promete tanto y cumple tan poco.

Como lo advertirá fácilmente el lector, Soros rompe con todos los esquemas precibernéticos, y se enrola en forma decidida en el frente más avanzado de la epistemología actual. Podríamos agregar que en este frente ha aparecido y ganado la batalla en los últimos sesenta años una constelación excepcional de pensadores contemporáneos, desde Gregory Bateson y Karol Polanyi (ya desaparecidos) hasta René Girard, Henri Atlan, Edgar Morin, Jean-Pierre Dupuy, Anthony Wilden, Humberto Maturana, Francisco Varela, Marshall Sahlins, Douglas Hofstadter, Paul Watzlawick, Cornelius Castoriadis, Michel Aglietta, Heinz von Förster e Ilya Prigogine, para mencionar sólo las personalidades más notables.

Las consideraciones de Soros sobre las secuencias de auge y derrumbe, a las cuales se refiere constantemente, ponen sobre el tapete un tema de capital importancia: las perspectivas del actual modelo económico. Hace más de un siglo y un cuarto, el médico y economista francés Clément Juglar dijo en forma premonitoria: "*La*



*causa de las crisis es la prosperidad*". El autor nos recuerda esta profunda verdad cibernética, que adopta el carácter de una causalidad circular y recurrente, oculta, aunque no demasiado, entre los pliegues de los ciclos de la economía de mercado. Eso le permitió a Soros, ya en 1985, prever la crisis que se avecinaba.

Desde un punto de vista más personal, agregaré que debo mucho a los múltiples aportes teóricos de George Soros, que confirman las investigaciones que he realizado desde 1987 sobre las ondas largas de Kondrátieff (a las cuales el autor se refiere en su libro). Pero no es éste, obviamente, el lugar para desarrollar un tema tan decisivo.

En un mundo donde se intenta imponer en el mercado bienes y servicios producidos en serie, adaptados a mentalidades supuestamente infantiles, Soros entrega un libro decididamente original y maduro, dirigido a mentes adultas, sin la menor concesión a las ideas trilladas, que aborrece. Desde luego, el autor no resuelve todos los problemas que plantea, ni pretende hacerlo. Pero los temas que aborda con su aguzado instrumental cibernético y su enorme experiencia práctica son vitales e ineludibles. Este libro fascinante, escrito en un estilo cáustico e insistente, está lleno de humor e irradia en todas las direcciones simpatía humana y sentido común.

MAURICIO PRELOOKER

Economista (U.B.A.)

## PRÓLOGO

**C**uatrocientos setenta y tres millones de posibilidades contra una. Estas eran las chances contra la posibilidad de que George Soros alcanzara el récord de inversión que obtuvo como *manager* del Quantum Fund de 1968 a 1993. Su actuación en el campo de las inversiones representa la refutación más indiscutible hecha hasta ahora de la hipótesis del camino al azar.

Para un operador que hubiera alcanzado su mayoría de edad en la segunda mitad de los frenéticos años 70 y 80, *La Alquimia de las Finanzas* fue algo así como un libro revolucionario. Recordemos que, en ese período, seguir las tendencias y ocuparse de la indexación eran las pautas que dictaban la moda en materia de inversiones. Estábamos en una época en que había llegado a su máximo esplendor el análisis técnico, que consistía en estudiar el movimiento de los precios como una herramienta adecuada para realizar predicciones. Los operadores de mi generación se pertrechaban con tablas y gráficos generados por computadora, que predecían la dirección de los precios en el futuro. Nos sentábamos día tras día frente a las pantallas, hipnotizados por luces parpadeantes y por cifras en continuo cambio, en medio de una cacofonía ensordecedora producida por una sobrecarga de información. Con la posible excepción de la Teoría de las Ondas de Elliot, dejábamos ostensiblemente de lado un marco intelectual adecuado para comprender el curso de los aconte-



cimientos sociales, políticos y económicos, en favor de una actitud que nos permitiera simplemente sentirnos seguros de que participábamos en un proceso en perpetua aceleración.

*La Alquimia de las Finanzas* me dio la oportunidad de salir de la oscuridad. Me permitió dar un gigantesco paso hacia adelante haciendo en primer lugar un paso hacia atrás, al aclararme acontecimientos de aspecto muy complejo y abrumador. En una época en que se ganaba tanto dinero interviniendo en acontecimientos cuya envergadura podía considerarse superior a la de toda una vida, desde la incursión de los hermanos Hunt en el mercado de la plata en 1979 hasta la adquisición por KKR de RJR Nabisco en 1989, la *teoría de la reflexividad* de Soros constituye el primer esfuerzo moderno de carácter no técnico para describir y prever el interjuego dinámico entre los participantes en el proceso. A eso se debe la brillantez de este libro. Describe la dinámica del camino entre los puntos de valores extremos, por un lado, y el equilibrio de los mercados, por el otro, lo cual resulta especialmente importante para el inversor medio. ¿Cuántas veces nos hemos ubicado correctamente cerca del fondo o casi en las cercanías de la cima de un movimiento importante del mercado? Pero nuestra capacidad de quedarnos firmes en estas posiciones ha resultado débil (del mismo modo que nuestras ganancias) por no comprender el recorrido de los grandes movimientos de precios. Soros nos permite alcanzar una percepción crítica de ese recorrido, y de este modo nos da más confianza en nuestras inversiones. Esto representa el 70% de cualquier campaña de inversiones que pueda tener éxito.

Cuando me toca entrar en la inevitable racha perdedora que es la suerte de todo inversor, tomo en mis manos *La Alquimia* y vuelvo a ocuparme de la campaña de Soros. El estudio de la forma en que enfrentó la adversidad provee una excelente clase práctica para torcerle el pulso a las conductas negativas que acosan en ciertas oportunidades a cualquier inversor. Ganar es una enfermedad infecciosa. Y este libro está repleto de ejemplos de conductas ganadoras que todos desearían emular. Una circunstancia importante: el intelecto



de Soros le proporciona la confianza necesaria y la firmeza de sus propias convicciones, que le permiten mantenerse en sus posiciones aun durante períodos difíciles. En ese sentido, *La Alquimia* se une al libro de Edwin Lefèvre *Reminiscencias de un operador bursátil* como una guía de instrucciones de carácter atemporal para actuar en el Mercado. Y en tal sentido, ¡Soros debería cuidarse! En la película sobre la segunda guerra mundial cuyo título era *Patton*, mi escena favorita era aquella en que el general norteamericano George S. Patton acaba de pasar semanas enteras estudiando los escritos de su adversario alemán, el Mariscal Erwin Rommel, y ahora lo está aplastando en una épica batalla de tanques en Túnez. Patton, al olfatear la victoria, cuando se asoma al campo de batalla desde su puesto de mando, gruñe: "*¡Rommel, magnífico cabrón, he leído tu libro!*". Queda todo dicho.

*La Alquimia* es también una excelente historia económica y política de los tiempos recientes. Desde el hecho de proporcionar sin darse cuenta, con una anticipación de seis años, un esbozo de la forma en que se resolvería el fiasco de las sociedades de ahorro y préstamo en los Estados Unidos (Cap. 8), hasta la predicción del crack bursátil de 1987 dos años antes de que ocurriera (Cap. 11), Soros demuestra ser el gran visionario del mercado en nuestra época.

Probablemente la historia recordará a Soros como el especulador que arremetió contra el Banco de Inglaterra en 1992 (y liberó al pueblo inglés de la recesión). Su ganancia de 1.000 millones de dólares en esa oportunidad ejerce una atracción demasiado irresistible para que los escribas puedan pasarla por alto. Es probable que al propio Soros le guste ser recordado como un gran economista o incluso como un hombre de ciencia. Pero lo voy a recordar por algo aún más importante, algo que no le ha granjeado el prestigio que merece. Es una persona que se preocupa genuinamente por la situación de los seres humanos y trata de mejorarla. Sus múltiples y monumentales esfuerzos filantrópicos permiten calificarlo como uno de los grandes benefactores de la historia. Aún hoy, a los 62 años, sigue las activi-

dades de sus seis fundaciones con el vigor y la ética del trabajo de un joven que inicia su trepada por la escalera financiera, trabajando dieciocho horas por día alrededor del globo en favor de sus causas. No firma simplemente cheques, como puede hacerlo cualquier persona adinerada. Es un maniaco del trabajo, siempre con las manos en la masa, que ejerce un impacto tremendo sobre la calidad de la vida de personas menos afortunadas que él. Ahora bien: ése es un signo de grandeza.

PAUL TUDOR JONES II



## PREFACIO

**H**an pasado siete memorables años desde que se publicó *La Alquimia de las Finanzas* por primera vez. Mi fondo de inversión, el Quantum Fund, ha seguido prosperando: los accionistas han disfrutado de ganancias medias anuales del 35,8% en los últimos siete años, a pesar de un contratiempo en el crack de 1987. El Quantum Fund ha dado vida también a un cierto número de descendientes, algunos de los cuales están produciendo resultados aún mejores que la gallina de los huevos de oro que los creó. A partir de 1989, decidimos distribuir una parte de nuestras ganancias entre los accionistas, en efectivo o en acciones de los fondos recién creados. Como resultado, ahora operamos siete fondos con un valor accionario conjunto superior a los 10.000 millones de dólares.

Progresivamente he reducido mi actividad en el manejo de estos fondos. Tuve la suerte de encontrar a Stanley Druckenmiller a través de *La Alquimia de las Finanzas*. En esa época él dirigía otro fondo, y me buscó porque se sintió sorprendido por mi libro. Nos pusimos a conversar, y con el tiempo se convirtió en mi socio. Al comienzo, encontró difícil trabajar conmigo. Si bien le di una gran dosis de autoridad, se sentía inhibido por mi presencia, y creía que no estaba operando tan bien como lo había hecho antes de incorporarse a mi firma. Afortunadamente, yo me iba comprometiendo cada vez más en el proceso revolucionario que llevó al colapso del comunismo.



Estaba estableciendo una red de fundaciones en todo el mundo comunista, y eso implicaba viajar por lugares donde las comunicaciones eran bastante deficientes. En el verano de 1989 le dije a Stan que debía hacerse cargo por completo del manejo del Fondo. Desde entonces, no hemos tenido dificultades.

Me convertí en el director técnico, y él se transformó en el deportista que competía. Nuestra *performance* mejoró, y nos embarcamos en un período de crecimiento sostenido. En cada uno de los tres últimos años registramos ganancias superiores al 50%. Si bien habíamos disfrutado anteriormente de dos períodos similares de prosperidad, se puede considerar excepcional este desempeño reciente, teniendo en cuenta nuestro tamaño fuera de lo común. Druckenmiller no es sólo un buen *manager* de fondos: es también un excelente socio. Bajo su dirección hemos logrado ampliar y mejorar nuestro equipo de *management*, hasta tal punto que ahora tiene una penetración que nunca tuvo antes. De esta manera, encontré una recompensa para mis actividades filantrópicas en la prosperidad de mis negocios, lo cual me permitió expandir la red de las fundaciones a toda velocidad.

Mi participación en el colapso del comunismo representa otro tema, que deberá ser relatado en un lugar distinto. En realidad, ya he escrito dos libros al respecto: *Abriendo el Sistema Soviético* en 1990, y *Suscribiendo la Democracia* en 1991. Aquí quiero señalar que en mis actividades filantrópicas en el Este de Europa me guió la misma filosofía que en los mercados financieros. Como lo descubrirá el lector, trato la evolución de los mercados financieros como un proceso histórico. Eso hace que mi teoría sea eminentemente aplicable a procesos históricos tales como el colapso del comunismo. La aplicación de mi teoría en su conjunto me permitió prever los acontecimientos mejor que la mayoría. Tal como lo descubrí, existe una gran similitud entre el proceso de auge y de derrumbe en los mercados financieros y el ascenso y la caída del sistema soviético.

Resulta una ironía que me haya vuelto famoso no a causa de mis actividades en Europa oriental, sino por las ganancias que hicimos



sobre la libra esterlina cuando Gran Bretaña abandonó el mecanismo de tipos de cambio el 16 de setiembre de 1992. Me convertí instantáneamente en una celebridad, primero en el Reino Unido y luego en el resto del mundo. Cuando se supo que el grupo Quantum había comprado un gran paquete de Newmont Mines, el precio del oro se fue a las nubes. Aunque no formulé ninguna declaración sobre el oro, se me atribuyeron toda clase de opiniones. Hice algunos intentos de refutarlas, pero sin éxito.

Si bien no había buscado el status de un gurú, no pude desconocerlo cuando se me vino encima. De hecho, me produjo satisfacción, pues pensé que me sería útil ser escuchado en el plano político. Pero eso no fue tan simple como parecía. Cuando dije que la política de altas tasas de interés del Bundesbank se estaba volviendo contraproducente, los mercados respondieron presionando hacia abajo el marco alemán. Pero cuando censuré la política europea en Bosnia, se me ignoró o se me dijo que me dedicara a los asuntos en los cuales era competente. Me fue bastante mal en Francia, donde me abstuve de especular contra el franco porque no quería ser responsable del colapso de lo que quedaba del mecanismo europeo de tipos de cambio, pero de todos modos me censuraron por ese motivo. El gobierno francés tomó a mal mi asesoramiento, mucho más todavía que mis actividades especulativas.

Mi notoriedad como un gurú financiero generó una demanda tremenda por *La Alquimia de las Finanzas*. Ese es el motivo de esta nueva edición. Debo confesar que mi pensamiento ha evolucionado en gran medida desde que escribí este libro, pero ahora me preocupan fundamentalmente los procesos históricos, no los financieros. No puedo resumir mis ideas en este prefacio: necesito escribir otro libro. Tengo la intención de hacerlo apenas el tiempo me lo permita, pero hay un importante tema teórico que necesito poner en claro para llevar este libro al mismo nivel que mi pensamiento actual.

En *La Alquimia de las Finanzas* planteé la teoría de la reflexividad como si tuviera importancia en toda ocasión. Eso es cierto en el sentido de que el mecanismo de dos carriles del *feedback*, que repre-



senta el sello distintivo de la reflexividad, puede aparecer en cualquier momento, pero no es correcto en el sentido de que entre en juego en toda oportunidad. De hecho, en la mayor parte de las situaciones ese factor resulta tan débil que se lo puede ignorar sin problemas. Podemos distinguir entre las condiciones cerca del equilibrio, donde ciertos mecanismos de corrección impiden que las percepciones y la realidad se distancien demasiado, y las condiciones lejos del equilibrio, en que funciona un mecanismo de doble *feedback*, y no existe ninguna tendencia que permita a las percepciones y la realidad acercarse si no hay un cambio significativo en las condiciones prevalecientes: es decir, un cambio de régimen.

En el primer caso, la teoría económica clásica es válida, y la divergencia entre las percepciones y la realidad puede ser ignorada como si se tratara de un simple ruido. En el segundo caso, la teoría del equilibrio termina por carecer de importancia, y nos vemos enfrentados a un proceso histórico unidireccional, en el cual los cambios tanto en las percepciones como en la realidad son irreversibles. Es importante distinguir entre estos dos estados diferentes, porque lo que es normal en uno resulta anormal en el otro.

La idea de una distinción entre las condiciones cercanas al equilibrio y las lejanas está presente en *La Alquimia de las Finanzas*. Al finalizar el Capítulo 1, distingo entre la rutina y el cambio histórico, pero subestimo la importancia de la distinción. Allí la llamo "tautológica". Ahora considero ese calificativo como un error. La tautología surge sólo porque no examino el tema con suficiente profundidad, y encubro con una tautología lo que constituye una diferencia fundamental en la estructura de los acontecimientos.

En la mayor parte de los fenómenos investigados con un método científico, un conjunto de condiciones sigue a otro, sin tener en cuenta lo que cualquier persona piense al respecto. En cambio, los fenómenos estudiados por las ciencias sociales, incluyendo los mercados financieros, cuentan con participantes que piensan, y esto complica las cosas. Tal como he tratado de mostrarlo, las opiniones de los participantes son intrínsecamente tendenciosas. En lugar de



una línea directa que lleve de un conjunto de condiciones al conjunto siguiente, existe un constante entrecruzamiento entre las condiciones objetivas observables y las observaciones de los participantes, y viceversa: los participantes basan sus decisiones no sobre las condiciones objetivas, sino sobre sus interpretaciones de esas condiciones.

Se trata de un punto importante, con consecuencias de largo alcance. Introduce un elemento de indeterminación que vuelve el tema menos apto para el tipo de generalizaciones, predicciones y explicaciones que han dado su reputación a las ciencias naturales. Justamente porque se trata de un tema tan perturbador, las ciencias sociales en general y la teoría económica en particular han hecho lo mejor que han podido para eliminar o ignorar el elemento de indeterminación. Estoy en desacuerdo con ese intento, y he tratado de desarrollar un enfoque alternativo, que toma como su punto de partida las inclinaciones de los participantes.

Mirado en forma retrospectiva, puede ocurrir que haya sobreestimado mi punto de vista. Hay muchas situaciones que pueden ser estudiadas con provecho dando por sentadas esas inclinaciones e ignorando el elemento de indeterminación que puedan generar. Sólo en ciertos aspectos y en ciertas circunstancias especiales la indeterminación se vuelve significativa. Entra en juego cuando las expectativas acerca del futuro influyen sobre el comportamiento actual, como ocurre en los mercados financieros. Pero incluso en este caso se debe poner en marcha algún mecanismo para que las inclinaciones afecten no sólo los precios del mercado, sino también los llamados *fundamentals*, supuestamente determinantes de esos precios. Al parecer, he fracasado en mi intento de aclarar suficientemente este tema.

Se suele resumir el mensaje de mi libro diciendo que los juicios de valor de los participantes son siempre tendenciosos, y que las inclinaciones prevalecientes afectan los precios del mercado. Si eso hubiera sido todo lo que tenía que decir, no habría valido la pena escribir un libro sobre el tema. Mi punto de vista es que en ciertas



ocasiones esas inclinaciones afectan no sólo los precios del mercado sino también los llamados *fundamentals*. Esto ocurre cuando la reflexividad se convierte en un factor importante. Eso no pasa siempre, pero cuando ocurre los precios del mercado siguen una pauta distinta. Desempeñan asimismo un papel diferente: no reflejan tan sólo los llamados *fundamentals*, sino que se convierten ellos mismos en uno de los *fundamentals* que moldean la evolución de los precios. Esta relación recursiva hace indeterminada esa evolución, y quita toda importancia al llamado precio de equilibrio.

Nadie podría negar que los participantes individuales operan a partir de opiniones tendenciosas, pero el criterio prevaleciente sostiene que sus inclinaciones pueden ser dejadas de lado como aberraciones transitorias, los llamados "camino al azar" (*random walks*). Este es el punto en que estoy en desacuerdo. En la actualidad, creo que se puede discutir mejor este tema estableciendo una distinción entre las condiciones cercanas al equilibrio y las lejanas que proponiendo una teoría general de la historia basada en el entrecruzamiento constante entre las percepciones y la realidad, tal como lo hice en *La Alquimia de las Finanzas*. Eso no significa que haya algo erróneo en la teoría general; quiere decir solamente que el concepto de reflexividad se vuelve más significativo si lo reservamos para aquellos casos en que el mecanismo del doble *feedback* opera realmente.

*La Alquimia de las Finanzas* estudia esos casos. El ejemplo más evidente es el movimiento de palanca (*leveraging*) sobre los títulos, donde una sobrevaluación temporaria se convierte en ganancias accionarias mediante la emisión de acciones a precios inflados. En la mayor parte de los casos examinados, la inclinación de los participantes implica un error de hecho en sus reflexiones. Por ejemplo, a fines de los años 70 los banqueros internacionales prestaron demasiado dinero a los países en desarrollo, porque no reconocieron que las llamadas *ratios* de las deudas que utilizaban para medir la capacidad crediticia de los deudores (*credibility*) eran reflexivas, en el sentido de que se veían afectadas por sus propias actividades



de crédito. Pero no es necesario que las inclinaciones impliquen un error real. Como lo señalo en el Capítulo 3, un sistema de tasas de cambio con fluctuación libre es intrínsecamente inestable, por la influencia de una especulación basada en el seguimiento de las tendencias, a pesar de lo cual los especuladores adoptan la estrategia correcta cuando la siguen.

A juzgar por la reacción del público, que consiste principalmente en comentarios de los periodistas que leyeron el libro en forma superficial o no lo leyeron, no he tenido éxito en demostrar el carácter significativo de la reflexividad. Sólo parece haberse tenido en cuenta la primera parte de mi argumentación: que las inclinaciones predominantes afectan los precios del mercado. La segunda parte (el hecho de que esas inclinaciones pueden afectar también en ciertas circunstancias los llamados *fundamentals* y que los cambios en los precios del mercado pueden provocar cambios en esos mismos precios) parece haber pasado desapercibida.

La culpa es mía, por lo menos parcialmente. Teniendo en cuenta que la reflexividad modifica la estructura de los acontecimientos, he tratado de plantear una estructura reflexiva como la forma universalmente válida de examinar la evolución de los precios del mercado: una especie de *teoría general*, a la manera de Keynes, en la cual la ausencia de la reflexividad constituiría un caso especial. Habría sido mejor presentar la reflexividad como el caso especial, porque lo que le confiere sentido es el hecho de operar en forma intermitente. Una vez que el sentido de la reflexividad haya quedado asimilado y se reconozca el carácter inadecuado de las opiniones corrientes, habría madurado el momento de proponer una teoría general de la reflexividad.

Tengo excusas. No observé la reflexividad en los mercados financieros sino que la desarrollé como un concepto filosófico abstracto antes de ingresar en los mercados financieros. En otras palabras, fracasé como un especulador filosófico antes de tener éxito como un especulador financiero. Al parecer, mi fracaso como filósofo se trasladó a mi libro, porque no aclaré el concepto de reflexi-



vidad, que puede ser observado y convertido en ganancias, en la medida en que debería haberlo hecho.

Cuando se descubre algo nuevo, uno tiende comprensiblemente a exagerar su importancia. Es lo que hice con la reflexividad. Al proponer una teoría general de la reflexividad, puedo haber ido demasiado lejos y demasiado pronto. Afirmé que la teoría económica es falsa y que las ciencias sociales son una falsa metáfora. Se trata de afirmaciones exageradas. Teniendo en cuenta que las condiciones alejadas del equilibrio aparecen sólo en forma intermitente, la teoría sólo es falsa intermitentemente. Y la línea divisoria entre las ciencias naturales y las sociales no es tan nítida como la hice aparecer cuando escribí el libro. Tales restricciones hacen que la reflexividad sea más significativa, no menos.

Una vez establecido el concepto de reflexividad, el alcance de su aplicabilidad parece ampliarse. Es posible tratar la evolución de los precios en los mercados financieros, tomada en su conjunto, como un proceso histórico reflexivo. Lo hice en *La Alquimia de las Finanzas* al analizar el "Círculo Imperial" de Reagan, y después de la publicación del libro he encontrado otros ejemplos, tales como el Círculo Imperial Alemán después de la caída del Muro de Berlín. Pero existe un riesgo al llevar el concepto de reflexividad demasiado lejos, como lo he aprendido a mis propias expensas. Se presentan prolongados períodos en barbecho, en los cuales los movimientos de los mercados financieros no parecen tener un carácter reflexivo. Se parecen más bien a los "caminos al azar" (*random walks*) que señala la teoría del mercado eficiente. En esas circunstancias, es preferible seguir simplemente la pista de una hipótesis reflexiva.

El hecho de tratar la reflexividad como un fenómeno intermitente, más que como una condición universalmente válida, abre campos fértiles a la investigación. Por ejemplo, se plantean los siguientes interrogantes: ¿De qué manera se pueden distinguir las condiciones cercanas al equilibrio y las lejanas? ¿Cuál es el criterio de demarcación? He reflexionado mucho sobre ese tema, y tengo el



comienzo de una respuesta. Queda por ver si logro formularla adecuadamente en mi próximo libro. Gira alrededor de una cuestión de valores, y es importante para la sociedad en general, no sólo para los mercados financieros. Mi próximo libro, si lo escribo alguna vez, será una teoría de la historia, no una teoría de la finanza. En una conferencia que dicté el 29 de setiembre de 1993, titulada "*La perspectiva de la desintegración europea*" (publicada en *Soros por Soros*, Edit. Distal), proporciono un ejemplo de la forma en que la pauta de auge y derrumbe de los mercados financieros puede ser aplicada a procesos históricos más amplios.

# INTRODUCCIÓN

**E**n un sentido muy real, este libro es el trabajo de toda mi vida. Se refiere a muchos de mis intereses más duraderos, y reúne los dos lineamientos principales en mi desarrollo intelectual: uno abstracto y el otro práctico.

El aspecto abstracto llegó primero. Desde que tomé conciencia de mi existencia, sentí un interés apasionado por comprenderla, y consideré mi propio entendimiento como el problema central a entender. Conocerse a uno mismo —*gnote auton; nosce te ipsum*— es una tarea imposible. Para alcanzar algo parecido al conocimiento, debemos poder distinguir entre el sujeto y el objeto; pero, en este caso, ambos resultan ser lo mismo. Lo que uno piensa forma parte de lo que uno piensa acerca de algo; por ende, el pensamiento propio carece de un punto independiente de referencia a partir del cual pueda ser juzgado: carece de objetividad.

Como aspirante a un grado académico, estudié economía, pero consideré altamente insatisfactoria la teoría económica, porque no enfrentaba este problema; en verdad, hacía grandes contorsiones para eludirlo. La economía parece una ciencia. Se supone que la ciencia es objetiva, y resulta difícil ser científicos cuando la materia en estudio —el participante en el proceso económico— carece de objetividad.

En esa época ejercieron una gran influencia sobre mí las ideas de



Karl Popper sobre el método científico. Yo aceptaba la mayor parte de sus opiniones, con una salvedad principal. Popper daba argumentos en favor de lo que llamaba la "unidad del método"(1)[ver Notas al final del libro], es decir, la afirmación de que los métodos y los criterios válidos para el estudio de los fenómenos naturales son igualmente válidos para estudiar los acontecimientos sociales. Yo percibía una diferencia fundamental entre ambos: los acontecimientos estudiados por las ciencias sociales tienen participantes que piensan; los fenómenos naturales no los tienen. La actividad mental crea problemas que carecen de contrapartidas en las ciencias naturales. La analogía más cercana se encuentra en la física cuántica, donde la observación científica origina el principio de indeterminación de Heisenberg; pero en los acontecimientos sociales es la actividad mental la responsable del elemento de incertidumbre, no el observador externo.

Las ciencias naturales estudian acontecimientos que consisten en una secuencia de hechos. Cuando los acontecimientos cuentan con participantes que piensan, la materia en estudio ya no se limita a los hechos sino que incluye las percepciones de los participantes. La cadena de la causación no conduce directamente de un hecho al otro, sino del hecho a la percepción y de la percepción al hecho. Esto no crearía ninguna dificultad insuperable si hubiera algún tipo de correspondencia o de equivalencia entre los hechos y las percepciones. Por desgracia, tal correspondencia es imposible, porque las percepciones de los participantes no están relacionadas con los hechos, sino con una situación que depende de esas mismas percepciones y por ende, no puede ser tratada como un hecho.

La teoría económica intenta esquivar el problema introduciendo el supuesto de un comportamiento racional. Se supone que la gente actúa eligiendo siempre la mejor de las alternativas disponibles, pero de algún modo la distinción entre las alternativas percibidas y los hechos se esfuma. El resultado es una construcción teórica de gran elegancia, que se parece a las ciencias naturales, pero no a la realidad. Corresponde a un mundo ideal, en que la gente actúa sobre



la base de un conocimiento perfecto, y produce un equilibrio teórico en el cual la asignación de los recursos llega a un nivel óptimo. Esta construcción tiene escasa importancia para el mundo real, en que la gente actúa sobre la base de un conocimiento imperfecto, y el equilibrio resulta inalcanzable.

La relación entre la comprensión de los participantes y la situación en la cual participan continuó preocupándome durante mucho tiempo después de terminar los cursos universitarios. Mi primera prioridad consistió en ganarme la vida, pero en mis ratos libres escribí un tratado filosófico con un atractivo título: *"La Carga de la Conciencia"*. Por desgracia, el título era lo mejor de todo. Cuando lo terminé, no estuve de acuerdo con mi propia presentación del tema. Invertí tres años en revisarlo. Un día volví a leer lo que había escrito el día anterior, y no le encontré sentido. Fue ése el momento en que mi lado práctico comenzó a predominar sobre mi desarrollo intelectual.

Si tuviera que resumir mis aptitudes prácticas, emplearía una sola palabra: supervivencia. Cuando era un adolescente, la Segunda Guerra Mundial me dio una lección que nunca he olvidado. Tuve la suerte de tener un padre altamente experto en el arte de la supervivencia, pues logró sobrevivir durante la Revolución Rusa como un prisionero de guerra que se había evadido. Bajo su tutela, la Segunda Guerra Mundial me sirvió como un curso avanzado a una tierna edad. Como lo verá el lector, el instrumento de inversiones que creé un cuarto de siglo después se inspiró mucho en las aptitudes adquiridas en mi época de adolescente.

Después de dejar la universidad, hice un cierto número de salidas en falso, y finalmente me transformé en un operador internacional en arbitrajes, primero en Londres y luego en Nueva York. Cuando se formó el Mercado Común Europeo en 1957, los inversores norteamericanos se interesaron por las acciones europeas. Me convertí en un analista bursátil, asesorando a instituciones americanas sobre sus inversiones europeas, y durante un breve período goberné como un rey tuerto entre los ciegos. Mi encumbramiento llegó a un súbi-



to fin cuando el presidente Kennedy instauró la llamada tasa de igualación de intereses, que de hecho detuvo la compra de acciones del exterior. Decidí poner en segundo plano mis actividades destinadas a ganar dinero, y pasé tres años, desde 1963 hasta 1966, revisando "*La Carga de la Conciencia*".

Cuando decidí finalmente volver a la tierra de los vivos, inicié una cartera modelo, que se convirtió en 1969 en un fondo de cobertura (*hedge fund*, un fondo mutuo que emplea el *leverage* y utiliza diversas técnicas de cobertura). He estado a cargo de ese fondo desde entonces, si bien delegué en otros una gran parte de la responsabilidad entre setiembre de 1981 y setiembre de 1984. El fondo creció desde alrededor de cuatro millones de dólares al comienzo hasta casi 2.000 millones, y la mayor parte de su crecimiento ha sido generada internamente. Los primeros inversores vieron multiplicarse 300 veces el valor de sus cuota-partes. Ningún otro fondo de inversiones ha producido nunca resultados similares.

En los primeros diez años de mi carrera de negocios no tuve mucho margen para aplicar lo que había aprendido en la universidad, y hubo una separación casi total entre mis actividades prácticas y mis intereses teóricos. Pero la compra y la venta de acciones era un juego que yo realizaba sin poner en acción mi verdadera personalidad. Todo esto cambió cuando me convertí en el *manager* del fondo. Se trataba para mí de alimentarme, y no podía darme el lujo de desligarme personalmente de mis decisiones en materia de inversión. Me vi obligado a utilizar todos mis recursos intelectuales y descubrí, con gran sorpresa y satisfacción, que mis ideas abstractas tenían una gran importancia práctica para mí. Sería exagerado decir que les debí mi éxito; pero sin duda me otorgaron una cierta ventaja. Desarrollé mi propio enfoque en materia de inversiones, que se contraponía a los enfoques prevalecientes. La posición aceptada generalmente es que los mercados tienen siempre razón, vale decir, que sus precios tienden a anticipar con precisión los futuros desarrollos, aunque no resulte claro en qué consistirán. Mi punto de vista es el opuesto. Creo que esos precios son siempre erróneos, porque



presentan una visión tendenciosa del futuro. Pero la distorsión opera en ambos sentidos: no sólo los participantes operan con determinadas inclinaciones, sino que éstas pueden influir en el curso de los acontecimientos.

Eso puede crear la impresión de que los mercados anticipan en forma precisa los futuros desarrollos. Pero en realidad no son las expectativas actuales las que corresponden a los acontecimientos del futuro: son estos últimos los que son moldeados por las expectativas del presente. Las percepciones de los participantes son intrínsecamente defectuosas, y existe una conexión de doble carril entre esas percepciones y el curso real de los acontecimientos, cuyo resultado es una falta de correspondencia entre ambos. Llamo "*reflexividad*" a esta conexión de dos vías.

A lo largo de mis actividades de inversión descubrí que los mercados financieros se basan en un principio en cierto modo afín al método científico. Tomar una decisión de inversión equivale a formular una hipótesis científica y someterla a una prueba práctica. La diferencia principal es que la hipótesis subyacente a una decisión de inversión se propone ganar dinero y no establecer una generalización universalmente válida. Ambas actividades implican un riesgo significativo, y el éxito trae su correspondiente recompensa: monetaria en un caso, y científica en el otro. Adoptando este punto de vista, es posible considerar el mercado financiero como un laboratorio para poner a prueba determinadas hipótesis, aunque no sean estrictamente científicas. La verdad es que una inversión con éxito representa una especie de alquimia.

En su mayoría, los participantes no enfocan los mercados de esta manera. Por ende, no saben qué hipótesis están poniendo a prueba; eso quiere decir también que en su mayor parte las hipótesis sometidas a la prueba del mercado son totalmente banales. Por lo común, equivalen simplemente a afirmar que un determinado papel superará los promedios del mercado.

Yo, por mi parte, arrancaba con una cierta ventaja sobre otros inversores, porque por lo menos tenía una idea de la forma en que



operan los mercados financieros. Sin embargo, mentiría si afirmara que pude formular en todos los casos hipótesis dignas de tenerse en cuenta sobre la base de mi marco teórico. A veces no era posible encontrar procesos reflexivos, otras veces no logré encontrarlos y en ciertas ocasiones —eso es lo más doloroso de todo— los encontré, pero al revés. De una manera u otra, a menudo realicé inversiones sin una hipótesis que valiera la pena, y mis actividades no se diferenciaban mucho de un “camino al azar”. Pero estaban en sintonía con los procesos reflexivos en los mercados financieros, y mis éxitos principales provinieron de aprovechar las oportunidades que estos procesos brindaban.

Sin embargo, mi enfoque del mercado no era tan abstracto como parece. Tomaba un aspecto emocional, intensamente personal: realizar pruebas estaba íntimamente vinculado con el dolor, y obtener éxito con el alivio. Cuando afirmé que *“los mercados son siempre tendenciosos”*, expresaba una actitud profundamente sentida. Tenía una muy baja opinión de la sagacidad de los inversores profesionales, y cuanto más influyente era su posición, tanto menos los consideraba capaces de tomar decisiones correctas. Mi socio y yo sentíamos un placer maligno en hacer dinero vendiendo acciones que eran favoritas institucionales. Pero diferíamos en las actitudes con respecto a nuestras propias actividades. Mi socio consideraba que sólo las opiniones de los otros participantes eran defectuosas, mientras que yo pensaba que ambos teníamos una buena posibilidad de estar tan equivocados como cualquier otro. El supuesto de las percepciones intrínsecamente defectuosas se adaptaba bien a mi actitud autocrítica.

En el manejo de un fondo de cobertura (*hedge fund*) aproveché al máximo mi entrenamiento en materia de supervivencia. El empleo del *leverage* puede producir resultados excelentes mientras las cosas van bien, pero podría barrernos del mapa sin piedad cuando los acontecimientos dejaran de satisfacer nuestras expectativas. Una de las cosas más difíciles de evaluar es el nivel de riesgo que resulta prudente aceptar. No hay criterios universalmente válidos:



cada situación debe ser juzgada de acuerdo con sus propios méritos. En último análisis, debemos confiar en nuestro instinto de supervivencia. De ahí que mi compromiso con el manejo de un fondo de cobertura combinaba mis intereses abstractos con mis aptitudes prácticas.

En los mercados financieros, yo no operaba de acuerdo con un determinado conjunto de reglas. Me sentía siempre más interesado en comprender los cambios que se registraban en las reglas del juego. Comencé con ciertas hipótesis relacionadas con compañías individuales, pero con el tiempo mis intereses giraron crecientemente hacia los temas macroeconómicos. En parte, eso se debió al crecimiento del fondo, y en parte a la creciente inestabilidad del entorno macroeconómico. Por ejemplo, los tipos de cambio fueron fijos hasta 1973; después se convirtieron en un campo fértil para la especulación.

En los últimos cuatro o cinco años, he experimentado la creciente sensación de un desastre financiero que se avecina. Percibí que un ciclo expansivo de larga duración se estaba volviendo cada vez menos seguro y era insostenible, y que nos estábamos preparando para un derrumbe. Esa fue una de las razones por las cuales me alejé de la dirección activa del fondo en 1981, y reduje su nivel global de exposición. Mi interés se desplazó entonces de mi propia supervivencia a la del sistema. Realicé un estudio de las deudas internacionales y publiqué algunos trabajos sobre el tema. Utilicé el mismo marco teórico que en mis actividades de inversión, y debo decir que mi análisis no carecía de méritos. Por desgracia, cuanto más complejo es un sistema, tanto mayor es el margen de error. En mis análisis cometí algunos errores, que redujeron la exactitud de mis predicciones; además, tuvieron un efecto perjudicial sobre los resultados de mis inversiones, hasta que revisé mis opiniones mientras escribía este libro.

Cuanto más éxito obtenía al aplicar mis ideas en los mercados financieros, tanto más exigente me volvía en su expresión teórica. Continué alimentando la fantasía de que el concepto de reflexividad



representaba un aporte fundamental para nuestra comprensión del mundo en que vivimos. Yo creía que las inclinaciones de los participantes son la clave de una comprensión de todos los procesos históricos que cuentan con participaciones que piensan, exactamente de la misma manera en que la mutación genética representa la clave de la evolución biológica.

Pero continuaba sin encontrar una formulación satisfactoria de la teoría de la reflexividad. Me metía siempre en problemas cuando intentaba definir lo que quería decir al hablar de la comprensión imperfecta de los participantes. Para hablar con precisión de una distorsión, debemos saber cuál sería la situación si las percepciones de los participantes no la distorsionaran. Lamentablemente, eso no parece posible, porque el pensamiento de los participantes forma parte integral de la situación acerca de la cual deberían pensar. No resulta sorprendente que el concepto de reflexividad presente dificultades extremas; si fuera un concepto de manejo más fácil, los economistas y otros científicos sociales no habrían ido tan lejos para desterrarlo de los temas que estudian.

Este libro representa una tentativa final de explorar las consecuencias de la reflexividad. He intentado dar un rodeo para evitar las dificultades que encontré en el pasado, enfocando el tema desde el lado opuesto. En lugar de quedar atascado en la teoría abstracta, trataré de aprovechar mis hallazgos prácticos, experimentales, en la mayor medida posible. No pude evitar del todo un estudio abstracto, pero lo limité a un único capítulo. Al investigar las consecuencias prácticas, comienzo con los casos más simples, y gradualmente paso a los más complejos. Este enfoque coincide con el orden histórico en el cual encontré los desarrollos reflexivos en la práctica: en primer lugar está el mercado accionario, luego el mercado monetario, más adelante el problema de las deudas internacionales, y finalmente aquello que se podría llamar el ciclo del crédito.

El mercado accionario proporciona algunos ejemplos en estado puro de un modelo de auge y derrumbe; las tasas de cambio con flotación libre me permiten investigar modelos ondulatorios bien cons-



tituidos. El auge y el derrumbe en los préstamos bancarios internacionales forman parte de un proceso histórico más complejo de expansión del crédito y de su eventual contracción. Han dado origen a lo que he llamado el "*Círculo Imperial de Reagan*". Esta configuración prevaleció desde la crisis de las deudas internacionales de 1982 hasta la primera mitad de 1985, pero era intrínsecamente inestable. De qué manera se resolverá la inestabilidad es uno de los temas principales examinados en este libro.

El enfoque experimental dio origen a resultados inesperados. En la redacción de este libro hice dos descubrimientos importantes: el primero es una conexión reflexiva entre los créditos y los avales; el segundo, una relación reflexiva entre los reguladores y la economía que regulan.

Se dio por sentado durante mucho tiempo que los valores monetarios representan un reflejo pasivo de la situación en el mundo real. La teoría económica clásica concentró su atención en el mundo real y descuidó los problemas vinculados con el dinero y el crédito; Keynes mismo redactó su teoría general en términos reales. Los monetaristas intentaron colocar de pie la relación: alegan que es posible controlar la inflación controlando el crecimiento de la oferta monetaria.

En mi opinión, todas estas opiniones se basan en una concepción fundamentalmente errónea. Los valores monetarios no reflejan simplemente la situación en el mundo real; la valuación constituye un acto positivo que ejerce un impacto sobre el curso de los acontecimientos. Los fenómenos monetarios y los reales están conectados de una manera reflexiva; es decir, influyen mutuamente los unos sobre los otros. La relación reflexiva se manifiesta con la mayor claridad en el uso y el abuso del crédito.

Los préstamos se basan en la estimación que hace el prestamista de la capacidad del prestatario de pagar los servicios de su deuda. Se supone que la evaluación de los avales es independiente del acto de prestar; pero en los hechos el acto de prestar puede afectar el valor de esos avales. Esto es cierto en los casos individuales, y también en



la economía en su conjunto. La expansión del crédito estimula la economía e incrementa los valores de los avales; el reembolso o la contracción del crédito ejercen una influencia depresiva sobre la economía y, al mismo tiempo, sobre la valuación de dichos avales.

La conexión entre el crédito y la actividad económica está lejos de ser constante; por ejemplo, el crédito para construir una nueva planta industrial ejerce un efecto del todo diferente que el crédito para comprar un paquete accionario por medio de un *leverage*. Esta circunstancia torna difícil cuantificar la conexión entre el crédito y la actividad económica. Sin embargo, es un error no tenerla en cuenta. La escuela monetarista ha incurrido en este error, con consecuencias desastrosas.

La interacción reflexiva entre el acto de prestar y los valores de los avales me indujo a plantear un modelo en el cual un período de gradual expansión del crédito, en lenta aceleración, es seguido por un breve periodo de contracción: me refiero a la clásica secuencia del auge y del derrumbe. Este último se encuentra comprimido en el tiempo, porque el intento de liquidar los préstamos provoca una repentina implosión en el valor de los avales.

La historia económica ha quedado jalonada por etapas de auges y derrumbes. No obstante, el concepto de un ciclo crediticio resulta demasiado simplista para explicar el curso de los acontecimientos. En primer término, la conexión entre el crédito y la actividad económica es demasiado tenue y variable para proveer una pauta regular. En segundo lugar, la secuencia de los acontecimientos se ve complicada en gran medida por la influencia de la política económica. Los derrumbes periódicos fueron tan devastadores en sus consecuencias que se realizaron vigorosos esfuerzos para prevenirlos. Tales esfuerzos han llevado a la evolución de la banca central y de otros mecanismos para controlar el crédito y regular la actividad económica.

Para entender el papel de los reguladores, se debe comprender que también ellos son participantes; su comprensión es intrínsecamente imperfecta, y sus acciones tienen consecuencias no deseadas.



La relación entre los reguladores y la economía es reflexiva, y revela características cíclicas, en el sentido de que tiende a oscilar de un extremo al otro.

¿Cuál es la conexión entre el ciclo regulador y el ciclo crediticio? En este tema, mis opiniones adquieren un carácter muy provisional. En términos generales, creo que ambos ciclos se superponen en el tiempo. También creo que el mínimo de las regulaciones coincide con el máximo de la expansión crediticia, y viceversa. Pero en el marco de esta coincidencia cronológica existe una interacción constante entre los dos ciclos, que influye en la forma y en la duración de ambos. La interacción entre los dos ciclos proporciona un recorrido singular, que es imposible encuadrar en cualquier pauta regular o repetitiva.

He intentado aplicar este marco complejo y provisional a una interpretación de la historia económica y financiera reciente. Está de más decir que aquí entra en juego un gran número de factores, pero concentro mi atención en los ciclos gemelos del crédito y de la regulación. Los temas principales de los cuales me ocupo son la transformación de la banca de una actividad altamente regulada a otra menos regulada, el auge y el derrumbe en los préstamos internacionales, la manía de las fusiones (*mergers*) y los movimientos internacionales de capitales.

Hasta 1982, hay una sucesión bastante regular de auges y derrumbes, pero a partir de ese año la situación se complica mucho. Si se hubiera permitido que los acontecimientos siguieran su curso, la descontrolada expansión del crédito de los años 70 habría llegado a un final infeliz, pero como las consecuencias hubieran sido desastrosas, las autoridades financieras acudieron al rescate y tuvieron éxito en evitar un derrumbe. Desde entonces, nos hemos internado por mares desconocidos. El gran auge se agotó hace algún tiempo, pero su ciclo vital ha sido estirado por medios artificiales para evitar un gran derrumbe.

Intento rastrear el singular camino que han tomado los acontecimientos: la preservación de la carga acumulada de deudas interna-



cionales impagas mediante la formación de lo que llamo el sistema "colectivo" de préstamos, y la emergencia del gobierno de los Estados Unidos como el "*prestamista de última instancia*". Se trata en ambos casos de acontecimientos sin precedentes. Dieron origen a esa extraña constelación que he llamado el Círculo Imperial: un círculo virtuoso en el centro y un círculo vicioso en la periferia de un sistema de alcance mundial, basado en un dólar fuerte, una economía estadounidense vigorosa, un creciente déficit del presupuesto, un creciente déficit comercial y altas tasas reales de interés. El Círculo Imperial mantuvo unido el sistema económico y financiero internacional, pero resultó intrínsecamente inestable, porque el dólar fuerte y las altas tasas reales de interés pesaron más que el efecto estimulante del déficit del presupuesto, y terminaron por debilitar la economía norteamericana. El Círculo Imperial no podía perdurar indefinidamente. ¿Qué podría ocurrir luego?

Para contestar esta pregunta, desde agosto de 1985 en adelante realicé un experimento. En efecto, llevé un diario personal donde registré las reflexiones que me inducían a tomar mis decisiones de inversión en tiempo real. Como consideraba que el futuro del Círculo Imperial tenía una importancia trascendente, ese experimento sirvió como una prueba de mi capacidad de predecir el curso de los acontecimientos, empleando el marco teórico desarrollado en el libro. El experimento fue un éxito clamoroso en términos financieros: nunca a mi fondo le fue tan bien. Tuvo también un desenlace sorprendente: emergí del experimento con expectativas del todo diferentes acerca del futuro.

Comencé suponiendo que el círculo virtuoso estaba en peligro de invertirse: un dólar débil y una economía débil se combinarían para mantener tasas de interés más altas de lo que deberían ser. Sin ningún margen para nuevos estímulos monetarios o fiscales, la declinación tanto de la economía como del dólar se volvería irreversible. Pero la situación fue salvada, una vez más, por la intervención de las autoridades monetarias. Mediante el pasaje de un sistema de tipos de cambio con flotación libre a una "flotación sucia",



la declinación del dólar se amortiguó, y con la ayuda de tasas más bajas de interés y mercados financieros en pleno auge se impidió que la economía se deslizara hacia la recesión. Entramos así en una nueva fase que denomino, con tan sólo una pizca de ironía, la *"Edad de Oro del Capitalismo"*.

Se puede advertir que este libro intenta realizar un cierto número de tareas al mismo tiempo. Propone no sólo una teoría general —la teoría de la reflexividad— sino también otra teoría específica, la de un ciclo de crédito con regulación. La idea expuesta en último término es hasta tal punto un tanteo que apenas merecería ser considerada como una teoría. Sin embargo, intento aplicarla no sólo para explicar la historia contemporánea, sino también para predecir su desenlace, y al hacerlo doy una demostración práctica de la diferencia fundamental entre explicar y predecir fenómenos reflexivos.

También trato de extraer del análisis algunas conclusiones generales. Las más importantes son, en primer lugar, que el factor primordial es el crédito, no el dinero (en otras palabras, el monetarismo es una ideología falsa); en segundo lugar, que el concepto de un equilibrio general carece de pertinencia en el mundo real (en otras palabras, la economía clásica es un ejercicio fútil). Los mercados financieros son intrínsecamente inestables, lo cual lleva a una tercera conclusión, que resulta preferible formular más como una pregunta que como una afirmación: ¿qué medidas se necesitan para restablecer la estabilidad de nuestro sistema económico?

El libro resultaría de lectura más fácil si intentara abordar un solo tema a la vez. Por desgracia, no es posible hacerlo, porque los diversos temas están interconectados. Si la teoría de la reflexividad estuviera ampliamente difundida, la daría por conocida y me concentraría en los ciclos crediticios y reguladores. Del mismo modo, si el hecho de que los mercados financieros son intrínsecamente inestables fuera aceptado en forma general, no necesitaría gastar tanto tiempo para demostrar que el concepto de equilibrio, tal como lo emplea la teoría económica, carece totalmente de realismo. Tal como están las cosas, me vi obligado a desarrollar varios temas en



forma más o menos simultánea. Para empeorar aún más la situación, no se puede considerar este libro como un producto terminado. Cuando comencé a escribirlo, pensé que disponía de una teoría de la reflexividad para ofrecer, y que mis dificultades se relacionaban sólo con su presentación. Pero a medida que intenté aplicarla a varias situaciones, descubrí que en realidad no disponía de una teoría bien elaborada. La idea de que las tendencias de los participantes desempeñan un papel causal importante en los acontecimientos históricos es válida e interesante, pero resulta demasiado general para satisfacer los requisitos de una teoría que pueda contribuir a explicar y predecir el curso de los acontecimientos.

El modelo de auge y derrumbe que formulé se aplica a algunos desarrollos, pero no a otros. Tratar de encuadrar en ese modelo cualquier desarrollo que inicialmente se autorrefuerce y con el tiempo se derrote a sí mismo puede originar graves distorsiones. Experimento la misma sensación que los primeros astrónomos que trataron de describir las órbitas elípticas de los planetas en términos de círculos y semicírculos; la única diferencia consiste en que la trayectoria de los acontecimientos reflexivos es irregular desde el principio. Mi fantasía consistía en presentar una teoría general de la reflexividad que explicara el gran derrumbe de los años 80, en la misma forma en que la *"Teoría General del Empleo, el Interés y el Dinero"* de Keynes explicó la Gran Depresión de los años 30.

Tal como se dieron las cosas, no hemos presenciado un gran derrumbe, y no dispongo de una teoría general. Lo que tengo es un enfoque que puede contribuir a aclarar el precario estado actual de nuestro sistema financiero. Pero no puede explicar ni predecir el curso de los acontecimientos en la forma a la cual nos hemos acostumbrado durante nuestro prolongado idilio con las ciencias naturales, por la simple razón de que los procesos reflexivos no pueden ser explicados y predichos de la misma manera. Se necesita un enfoque diferente, y este libro es un intento de desarrollarlo. Será mejor considerarlo como parte de un proceso de descubrimiento, antes que como un producto terminado.



Todo esto contribuye a que sea un libro denso, difícil, si bien puedo prometer al lector que el resto del texto no es tan denso como esta introducción. El tema que investigo es complejo. Se ha concentrado en su análisis una mente compleja. Puedo alegar en mi defensa que la complejidad de mi pensamiento refleja bastante bien la complejidad de los mercados financieros, como lo demuestra el resultado financiero del experimento en tiempo real que realicé. Por consiguiente, existe, *prima facie*, por lo menos un argumento para que se me escuche. Intentaré no abusar de este privilegio.

Puede resultar útil que esboce la estructura del libro. La primera parte plantea la teoría. El primer capítulo se refiere al concepto de reflexividad en términos generales, e investiga las dificultades existentes para comprender los fenómenos reflexivos. En especial, sostiene que no se puede alcanzar la simetría entre la explicación y la predicción que caracteriza las ciencias naturales. Los tres capítulos siguientes aplican la teoría a los mercados financieros: el capítulo 2 al mercado accionario, el capítulo 3 al mercado de divisas, mientras que el capítulo 4 esboza la idea de un ciclo crediticio y regulador.

La segunda parte intenta explicar la historia económica y financiera contemporánea empleando las hipótesis esbozadas en el capítulo 4. Esta historia tiene un carácter necesariamente selectivo, y se concentra en los desarrollos relevantes para el concepto de un ciclo crediticio y regulador. Mis temas principales son la banca, los préstamos internacionales y la manía de las fusiones.

La tercera parte describe un experimento en tiempo real que es al mismo tiempo una prueba y una predicción. Como prueba, no alcanza un nivel científico acorde con las pautas de las ciencias naturales, pero puede servir como ejemplo de la forma en que es posible poner a prueba las teorías acerca de los desarrollos reflexivos.

La cuarta parte evalúa los resultados del experimento en tiempo real que realicé. El capítulo 15 explica el alcance de lo que llamo provocativamente *alquimia*. El mencionado experimento en tiempo real puede ser considerado como un ejercicio de alquimia financiera. El capítulo 16 examina las limitaciones de las ciencias sociales.



La quinta parte trata de proporcionar algunas recetas de política económica. El capítulo 17 examina los méritos comparativos de los mercados libres y de la regulación, y el capítulo 18 presenta un alegato en favor de un banco central internacional. Como tanto el mecanismo mercado como los intentos de regularlo son intrínsecamente defectuosos, se podría argüir que todo intento de reforma económica está destinado al fracaso. Rechazo esta posición en el capítulo 19.

En el Epílogo examino las consecuencias del concepto de reflexividad al margen de la finanza, y en un vuelo final de fantasía intento dar mis propias respuestas a algunos problemas metafísicos muy antiguos.

Como mi pensamiento evolucionó a medida que escribía, puede resultar útil para el lector saber cuándo fueron escritos los distintos capítulos. Completé la primera parte del libro antes de embarcarme en el ya citado experimento en tiempo real en agosto de 1985. Más aún, los capítulos 5 a 9 precedieron en el tiempo el capítulo 4, que esboza el concepto del ciclo crediticio y regulador, e incorpora descubrimientos que realicé mientras escribía; por eso tiene en gran medida el carácter de un tanteo.

Me gustaría subrayar que este libro no se propone brindar una guía práctica para hacerse ricos en el mercado accionario. La mayor parte de lo que sé está en el libro, por lo menos en una forma teórica. No he escondido nada deliberadamente. Pero la cadena del razonamiento opera en sentido opuesto. No estoy tratando de explicar la forma de utilizar mi método para hacer dinero; empleo más bien mis experiencias en los mercados financieros para desarrollar un enfoque destinado a estudiar los procesos históricos en general y el actual momento histórico en particular.

Si no creyera que mis actividades en el campo de la inversión pueden ser útiles con ese fin, no desearía escribir acerca de esos temas. Mientras me dedique activamente a los negocios, sería más rico manteniéndolos como un secreto comercial. Pero valoraría mucho más que cualquier éxito en los negocios la posibilidad de

contribuir a la comprensión del mundo en que vivimos o, mejor aún, de preservar el sistema económico y político que me ha permitido prosperar participando en él.

---

Teoría



# Teoría

# 1

## LA TEORÍA DE LA REFLEXIVIDAD

### El antiequilibrio

**L**a teoría económica se dedica al estudio de las posiciones de equilibrio. El concepto de equilibrio resulta muy útil. Nos permite concentrarnos en el resultado final, en lugar de enfocar el proceso que nos lleva hasta ese resultado. Pero al mismo tiempo, este concepto es muy engañoso. Tiene un aspecto empírico: como se supone que el proceso de ajuste lleva a un equilibrio, en nuestras observaciones parecería estar implícita en cierto modo una posición de equilibrio.

Sin embargo, eso no es cierto. En la vida real, sólo en raras oportunidades se ha observado un equilibrio: los precios del mercado presentan la notoria costumbre de fluctuar. Se supone que un proceso que se puede observar se desplaza hacia un equilibrio. ¿Por qué no lo alcanza nunca? Es verdad que los participantes se adaptan a los precios del mercado, pero es posible que se estén adaptando a un blanco en constante movimiento. En ese caso, llamar *proceso de ajuste* el comportamiento de los participantes puede resultar inapropiado, y la teoría del equilibrio se vuelve irrelevante para el mundo real.

El equilibrio es el producto de un sistema axiomático. La teoría económica está construida como la lógica o la matemática: se basa



en ciertos postulados, y todas sus conclusiones provienen de éstos por medio de una manipulación lógica. No es forzoso que la posibilidad de no alcanzar nunca el equilibrio invalide la construcción lógica, pero cuando se presenta un equilibrio hipotético como si fuera un modelo de la realidad se está introduciendo una distorsión significativa. Si viviéramos en un mundo en que los ángulos de un triángulo no sumaran 180 grados, la geometría euclídeana constituiría un modelo engañoso de ese tipo.

La realización que corona el enfoque axiomático es la teoría de la competencia perfecta. Si bien fue propuesta por primera vez hace casi doscientos años, nunca fue destronada; únicamente se perfeccionó su método de análisis. Esta teoría sostiene que en ciertas condiciones especificadas, la búsqueda irrestricta del interés propio conduce a una asignación óptima de los recursos. El punto de equilibrio se alcanza cuando cada empresa produce a un nivel en que sus costos marginales son iguales al precio de mercado, y cada consumidor compra una cantidad cuya utilidad marginal es igual al precio de mercado. El análisis muestra que la posición de equilibrio maximiza el beneficio de todos los participantes, a condición de que ningún comprador o vendedor pueda ejercer influencia en los precios de mercado. Esta línea de argumentación sirvió de soporte para las políticas de *laissez-faire* del siglo XIX, y es también la base de la creencia actual en la magia del mercado.

Examinemos los principales supuestos de la teoría de la competencia perfecta. Los que están formulados explícitamente incluyen un perfecto conocimiento; productos homogéneos y divisibles, y un número de participantes suficientemente grande como para que ningún participante pueda ejercer influencia en el precio de mercado.

El supuesto del conocimiento perfecto resulta sospechoso, porque el hecho de comprender una situación en la cual se participa no puede ser calificado como un conocimiento. Fue éste el supuesto que encontré tan inaceptable en mi época de estudiante. No dudo de que los economistas clásicos emplearon este supuesto exactamente en el sentido que consideré objetable, porque los pensadores del



siglo XIX percibían las limitaciones del conocimiento en menor medida que nosotros ahora. A medida que afloraron los problemas epistemológicos, los defensores de la teoría descubrieron que se las podían arreglar utilizando una palabra más modesta: la información. En su formulación moderna, la teoría postula meramente una información perfecta.(1)

Desgraciadamente, este supuesto no basta para sustentar la construcción teórica. Para compensar la deficiencia, los economistas modernos recurrieron a un artificio ingenioso: insistieron en que las curvas de demanda y de oferta debían ser aceptadas como algo dado de antemano. No presentaron esta afirmación como un postulado; la basaron más bien en principios metodológicos. Alegaron que la tarea de los economistas consiste en estudiar la relación entre la oferta y la demanda, y no en examinar cada una de ellas por separado. La demanda podía ser un tema adecuado para los psicólogos, y la oferta pertenecía a la esfera de los ingenieros o de los científicos del *management*; ambas estarían más allá del radio de acción de la teoría económica(2). Por consiguiente, se debería considerarlas como dadas de antemano.

Sin embargo, si dejamos de preguntar qué significa que las condiciones de la oferta y la demanda son dadas en forma independiente, resulta claro que se ha introducido un supuesto adicional. De otra manera, ¿de dónde provendrían esas curvas? Nos estamos manejando con un supuesto disfrazado como un artificio metodológico. Se supone que los participantes optan entre alternativas que se adaptan a su escala de preferencias. El supuesto tácito consiste en que los participantes saben cuáles son estas preferencias y alternativas.

Como trataré de demostrarlo, semejante supuesto es insostenible. La forma de las curvas de demanda y oferta no puede ser considerada independiente, porque ambas incorporan las expectativas de los participantes acerca de acontecimientos que, a su vez, son moldeados por sus propias expectativas.

En ninguna parte el papel de la expectativas resulta visible con tanta claridad como en los mercados financieros. Las decisiones de



comprar y vender se basan en las expectativas acerca de los precios futuros, y éstos, a su vez, dependen de las decisiones de compra y de venta. Hablar de la oferta y la demanda como si fueran determinadas por fuerzas independientes de las expectativas de los participantes en el mercado es totalmente engañoso.

La situación no es tan definida en el caso de las *commodities*, donde la oferta depende en gran medida de la producción y la demanda, del consumo. Pero el contrario, es probable que los participantes en el mercado sean guiados por los precios futuros, tal como se expresan en los mercados de futuros o como ellos mismos los prevén. En cualquiera de los dos casos, resulta inapropiado hablar de curvas de oferta y demanda independientes, pues ambas curvas incorporan las expectativas de los participantes acerca de los precios futuros.

La idea misma de que los acontecimientos en el mercado puedan afectar la forma de las curvas de demanda y oferta parece incongruente para aquellos que se han formado en el ámbito de la teoría económica clásica. Dan por sentado que esas curvas determinan el precio de mercado. Si estuvieran sometidas a las influencias del mercado, los precios dejarían de estar determinados de una manera única. En lugar de un equilibrio, nos encontraríamos con precios fluctuantes, lo cual nos colocaría en una situación desconsoladora. Todas las conclusiones de la teoría económica perderían su pertinencia para el mundo real.

Es para impedir este desenlace que se introdujo el artificio metodológico consistente en tratar las curvas de oferta y demanda como independientes. Sin embargo, hay algo capcioso en el empleo de semejante artificio para disimular un supuesto que resultaría insostenible si fuera formulado abiertamente. Para preservar la integridad de la teoría económica como un supuesto axiomático, sus supuestos deberían ser enunciados en forma explícita. En tal caso, podríamos llegar a la conclusión de que la teoría económica no está más relacionada con el mundo real que la geometría no euclídea, pero por lo menos sabríamos dónde estamos parados. En cambio, se nos ha engañado con un subterfugio metodológico.



En los libros de texto, las curvas de demanda y oferta aparecen como si estuvieran basadas en elementos de juicio empíricos. Pero hay escasos elementos que puedan demostrar la existencia de curvas independientes de tal naturaleza. Todos los que operan en mercados en que los precios cambian continuamente saben que la evolución de los mercados influye mucho en los participantes. A menudo los precios en alza atraen a los compradores, y viceversa. ¿De qué manera podrían persistir las tendencias que se autorrefuerzan si las curvas de demanda y oferta fueran independientes de los precios de mercado? Aun una mirada rápida a los mercados de *commodities*, acciones y divisas confirma que las tendencias son la regla, antes que la excepción.

Se podría defender la teoría de la competencia perfecta argumentando que las tendencias que podemos observar en los mercados de *commodities* y financieros representan sólo aberraciones transitorias, que a la larga serán eliminadas por las fuerzas *fundamentales* de la oferta y la demanda. Recordemos que la teoría de la competencia perfecta no pretende definir la trayectoria del ajuste; analiza meramente la situación una vez que los ajustes ya se han producido. Con esta argumentación, el problema es que no puede haber ninguna seguridad de que las fuerzas *fundamentales* corregirán los excesos especulativos. Es igualmente posible que la especulación modifique las condiciones supuestamente fundamentales de la oferta y la demanda.

En el curso normal de los acontecimientos, un alza especulativa de precios provoca fuerzas que la contrarrestan; la oferta aumenta y la demanda se reduce, y con el transcurso del tiempo el exceso transitorio se corrige. Pero hay excepciones. En el caso de las divisas extranjeras, por ejemplo, un movimiento sostenido de precios puede autoconvalidarse, a causa de su impacto sobre el nivel de los precios internos.

Las mismas consideraciones son válidas para el mercado bursátil, donde el desempeño de una acción podría afectar la *performance* de la empresa en cuestión en un cierto número de formas. Y al



examinar la historia reciente de los préstamos internacionales, comprobaremos que al comienzo el exceso de préstamos aumentó la capacidad de contraerlos de los países deudores, tal como la miden sus *ratios* de deudas, y luego, cuando los bancos exigieron el reembolso, la capacidad de los países deudores de hacerlo se evaporó. En términos generales, comprobaremos que la expansión y la contracción del crédito pueden afectar la capacidad y la predisposición para el pago de los deudores.

¿Son excepciones que confirman la regla, o requieren una revisión de la teoría aceptada? La respuesta depende de la frecuencia y la importancia de su aparición. Si es un caso aislado, podemos tratarlo como una paradoja; pero si se produce un incidente tras otro debemos cuestionar la teoría.

Sostengo que ese comportamiento paradójico caracteriza todos los mercados financieros que operan como mecanismos para anticipar la evolución futura, en especial los mercados accionarios, los de divisas extranjeras, la banca y todas las formas del crédito. La teoría microeconómica puede seguir ignorándolo, pues hay grandes áreas de la actividad económica en que sólo se presenta ocasionalmente o nunca; pero no podemos tener la esperanza de comprender la evolución macroeconómica sin tener en cuenta este fenómeno. Un ámbito de tipos de cambio fluctuantes y de movimientos de capitales en gran escala está caracterizado por círculos viciosos o virtuosos en los cuales parece invertirse la pauta normal de la causación: la evolución del mercado dicta la forma en que evolucionan la oferta y la demanda, en lugar de ocurrir lo contrario.

Si el proceso de ajuste no conduce a un equilibrio, ¿qué ocurre con las conclusiones de la teoría económica? La respuesta es que siguen siendo válidas como conclusiones, pero pierden su pertinencia para el mundo real. Si queremos comprenderlo, debemos apartar nuestra mirada de un hipotético resultado final y concentrar nuestra atención en el proceso de cambio que podemos observar en todas partes a nuestro alrededor.

Esto requerirá un cambio radical en nuestra manera de pensar.



Un proceso de cambio es mucho más difícil de comprender que un equilibrio estático. Deberemos revisar muchas de nuestras ideas preconcebidas sobre el tipo de conocimiento que se puede alcanzar, y conformarnos con conclusiones mucho menos definidas que aquellas que la teoría económica intentaba proporcionar.

### **El problema del conocimiento imperfecto**

A diferencia de un hipotético equilibrio, la comprensión del curso real de los acontecimientos plantea problemas que no han sido evaluados adecuadamente. Estos surgen porque los participantes basan sus decisiones en un conocimiento intrínsecamente imperfecto de la situación en que participan. Se deben considerar dos conjuntos correlacionados de problemas: el conocimiento imperfecto de los participantes, y el de los científicos sociales. Debemos poner cuidado en no confundirlos.

En esta parte intentaré explicar por qué el conocimiento de los participantes es intrínsecamente imperfecto. En la siguiente, examinaré el motivo por el cual esas circunstancias plantean dificultades para las ciencias sociales.

El conocimiento imperfecto de los participantes es un concepto de difícil definición y aún más difícil de manejar si se quiere operar con él. Intentaré enfocarlo comparando la posición del participante con la de un científico natural. (Me veo obligado a especificar que se trata de un científico natural, porque los científicos sociales enfrentan problemas especiales, que provienen del conocimiento imperfecto de los participantes. De estos últimos nos ocuparemos en la sección siguiente.)

La comparación se propone establecer una pauta que permita llamar imperfecto el conocimiento del participante. Lo que vuelve complicada la comparación es el hecho de que el científico natural no es capaz de comprender perfectamente ninguno de los dos. Lejos de esto. Como lo ha señalado Karl Popper (3), un principio cardinal



del método científico es que no se puede alcanzar un conocimiento perfecto. Los científicos trabajan poniendo constantemente a prueba ciertas hipótesis plausibles y proponiendo otras nuevas. Si no tratara todas las conclusiones como provisionales y sujetas a mejoras, la ciencia natural no podría haber alcanzado su estado actual de desarrollo ni seguir progresando. Si bien está lejos de ser perfecto, el conocimiento alcanzado por los científicos naturales provee una pauta en función de la cual es posible llamar imperfecto el conocimiento de los participantes.

Los científicos naturales tienen una gran ventaja sobre los participantes: se ocupan de fenómenos que ocurren independientemente de lo que cualquiera diga o piense sobre ellos. Los fenómenos pertenecen a un universo, las afirmaciones de los científicos a otro. En consecuencia, los fenómenos sirven como un criterio objetivo, independiente, para juzgar la verdad o la validez de las afirmaciones científicas. Las afirmaciones que corresponden a los hechos son verdaderas; en caso contrario, son falsas. En la medida en que se pueda establecer esta correspondencia, se puede considerar aquello que comprende el científico como un conocimiento. No necesitamos internarnos en las diversas dificultades que se interponen en el camino que lleva a establecer tal correspondencia. Lo importante es que los científicos disponen de un criterio objetivo.

En cambio, la situación con la cual está relacionada la actividad mental de los participantes no está dada en forma independiente; depende de sus propias decisiones. Como criterio objetivo para establecer la verdad o la validez de las opiniones de los participantes, resulta deficiente. Provee, por cierto, una especie de criterio: algunas expectativas son convalidadas por los acontecimientos subsiguientes, otras no lo son. Pero el proceso de convalidación deja algo que desear: nunca se puede estar seguro de que es la expectativa la que corresponde al acontecimiento subsiguiente, o que es este último el que se adapta a las expectativas. Falta, lisa y llanamente, la distinción entre los pensamientos y los hechos que prevalece en las ciencias naturales.



La actividad mental desempeña un doble papel. Por una parte, los participantes tratan de comprender la situación en que participan; por la otra, su entendimiento sirve como base para tomar decisiones que influyen en el curso de los acontecimientos. Ambos papeles interfieren entre sí, y ninguno de ellos es desempeñado de una manera tan adecuada como podría serlo si lo hiciera por separado. Si el curso de los acontecimientos fuera independiente de las decisiones de los participantes, el entendimiento de estos últimos podría ser igual al de un científico natural; y si los participantes pudieran basar sus decisiones sobre un conocimiento, por más provisional que éste fuera, los resultados de sus acciones tendrían una mejor posibilidad de corresponder a sus intenciones. Tal como son las cosas, los participantes actúan sobre la base de un conocimiento impertecto, y el curso de los acontecimientos lleva el sello de esa imperfección.

Dicho en forma más suave, la falta de separación entre el tema en estudio y el acto de pensar puede surgir también en las ciencias naturales. El ejemplo más famoso se da en la física cuántica, donde el acto de observar interfiere en el fenómeno observado. Eso ha originado el *principio de incertidumbre* de Heisenberg, el cual, de hecho, establece un límite para la capacidad del científico de alcanzar el conocimiento.

Pero en las ciencias naturales el problema sólo se presenta en los límites, mientras que para el participante se encuentra en el centro mismo de su actividad mental. Por una parte, el científico realiza un intento deliberado de no interferir en el tema en estudio, en tanto que el propósito primordial del participante consiste en moldear la situación en que participa a su propio gusto. Más importante aún es el hecho de que en la física cuántica sólo el acto de observación interfiere en el tema en estudio, mientras que en el caso de los participantes que piensan, sus propios pensamientos forman parte del tema al cual se refieren. Las realizaciones positivas de las ciencias naturales se limitan al área en que la actividad mental y los acontecimientos están efectivamente separados. Cuando los acontecimientos



tienen participantes que piensan, esa área se contrae hasta desvanecerse por completo.

## El problema de las ciencias sociales

Ahora estamos en condiciones de examinar los problemas de las ciencias sociales. También en este caso se deben examinar dos cuestiones distintas. Una de ellas se relaciona con el tema en estudio, la otra con el observador.

El método científico fue elaborado para manejar los hechos; pero, tal como lo vimos, los acontecimientos en los cuales intervienen participantes que piensan no consisten sólo en hechos. La actividad mental del participante desempeña un papel causal; sin embargo, no corresponde a los hechos, por el simple motivo de que no está relacionada con hechos. Los participantes deben manejar una situación que depende de sus propias decisiones; su actividad mental constituye un ingrediente indispensable en esa situación.

Sea que lo trate como un hecho de tipo especial, sea que lo considere como algo distinto de un hecho, la actividad mental de los participantes introduce un elemento de incertidumbre en el tema en cuestión. Este elemento está ausente en las ciencias naturales. Según lo vimos, hay cierta similitud entre la incertidumbre introducida por la actividad mental de los participantes y el *principio de incertidumbre* de Heisenbeg en la física cuántica pero, tal como lo comprobaremos pronto, el paralelismo induce a error.

En lo relativo al papel del observador científico, resulta mucho más fácil mantener la separación requerida entre los hechos y las afirmaciones cuando el tema en sí mismo no contiene ninguna afirmación, observación o pensamiento de cualquier tipo.

Las discusiones acerca de los puntos débiles de las ciencias sociales se han concentrado en su mayor parte en la segunda cuestión. Se utilizan ampliamente expresiones como *profecías que se*



*autorrealizan o experimentos que se autoderrotan*, pero habitualmente se relacionan con el aspirante a científico.

Tampoco el rasgo autoinfluyente de la actividad mental de los participantes es responsable del elemento de incertidumbre (o indeterminación) que mencioné antes. La indeterminación subsistiría aun si todos los problemas relativos al observador quedaran resueltos, en tanto que los problemas del observador pueden ser atribuidos directamente a la indeterminación del tema. Por consiguiente, el problema de las ciencias sociales no es meramente metodológico, sino inherente al tema en estudio.

La importancia indebida asignada al papel del observador científico puede atribuirse a la falsa analogía con el *principio de incertidumbre* de Heisenberg. No soy un experto en física cuántica pero, tal como lo entiendo, el principio sostiene que no es posible medir al mismo tiempo la masa y la velocidad de las partículas cuánticas, porque el acto de la medición interfiere en el objeto que se está midiendo. En este último caso, el elemento de incertidumbre es introducido por el observador exterior. [Una cuestión distinta consistiría en saber si el comportamiento de las partículas cuánticas está intrínsecamente sometido al azar.] El paralelismo con las ciencias sociales induce a error, porque en este último caso la indeterminación (incertidumbre) es causada por los participantes. La analogía sólo sería válida si las partículas cuánticas se comportaran como participantes que piensan.

Intentaré encausar de nuevo la discusión en su orden apropiado: la incertidumbre en la materia en estudio en primer lugar; el papel del científico en el segundo.

Generalmente, no se ha reconocido una diferencia fundamental entre los temas que estudian las ciencias naturales y los de las ciencias sociales. Por el contrario, Karl Popper, que en otros aspectos admiro, enunció lo que llamó la doctrina de la unidad de la ciencia(4); a saber, que tanto en las ciencias naturales como en las sociales se aplican los mismos métodos. Si bien esta doctrina no ha sido aceptada universalmente, tampoco ha sido refutada en forma concluyente.



Intentaré hacerlo aquí.

Para poder evaluar el problema planteado por los participantes que piensan, observemos más de cerca la forma en que opera el método científico. Con este fin, recurriré al esquema de Karl Popper, descrito en términos técnicos como el modelo deductivo-nomológico, o modelo D-N. Al igual que cualquier otro modelo, éste presenta una versión simplificada e idealizada de una realidad más compleja, pero justamente porque es simple y elegante se adapta muy bien a mi propósito.

El modelo se basa en tres tipos de elementos: condiciones específicas iniciales, condiciones específicas finales y generalizaciones de validez universal. Si se combina un conjunto de generalizaciones con condiciones iniciales conocidas, se obtienen *predicciones*; si se las combina con condiciones finales conocidas, se obtienen *explicaciones*; y la comparación entre las condiciones conocidas iniciales y finales sirve como una *prueba* de las correspondientes generalizaciones.

Se puede advertir que existe una simetría entre las predicciones y las explicaciones: son reversibles desde el punto de vista lógico. El tema del *test* se plantea en forma distinta, pues cualquiera que sea la cantidad de pruebas, no se puede demostrar que una generalización es universalmente válida. Sólo es posible demostrar que las teorías científicas son falsas, nunca verificarlas. La asimetría que se observa entre la verificación y la falsificación son dos rasgos cruciales del esquema de Popper.

El modelo sólo opera bien si se satisfacen ciertas condiciones. Una condición esencial es que el contenido de los enunciados científicos debería estar totalmente aislado de los enunciados que se formulan sobre ellos; sólo entonces el contenido de esos enunciados provee un criterio independiente para juzgar la verdad o la validez de los enunciados relacionados con él. \*

\* Es interesante señalar que esta condición no sólo es válida para los hechos que constituyen las condiciones iniciales y finales, sino también para las generalizaciones



Otros requerimientos esenciales son que las condiciones iniciales y finales tendrían que consistir en hechos que puedan ser sometidos a una observación científica, y que las generalizaciones deberían tener una validez universal. Es decir, si se reprodujera un determinado conjunto de condiciones, debería seguirlo o precederlo el mismo conjunto de condiciones que antes. Se puede advertir que el requerimiento de la validez universal define no sólo la naturaleza de las leyes científicas, sino también el carácter de las condiciones iniciales y finales: deben consistir en hechos observables, regidos por leyes universales. Este es el requerimiento que resulta tan difícil satisfacer cuando una situación incluye participantes que piensan. Determinar qué es una observación científica representa un tema en debate en el cual no necesitamos entrar aquí. No es admisible, evidentemente, una única observación realizada por un único participante. Precisamente porque es tan difícil establecer la correspondencia entre los hechos y los enunciados, la ciencia es un emprendimiento colectivo, donde el trabajo de cada científico debe estar abierto al control y a la crítica de otros.

La interacción entre los científicos está regida por ciertas convenciones, que no están definidas con claridad ni son fijadas en forma permanente. Su autoridad proviene de que producen ciertos resultados deseados. En forma individual a menudo los científicos consideran muy costosas tales convenciones, y tratan de encontrar varios atajos para alcanzar un resultado deseado. Sólo por el hecho de que estos atajos no tienen éxito siguen prevaleciendo las convenciones del método científico.

Tal vez el ejemplo más sobresaliente de un observador que intenta imponer su voluntad al tema en estudio es la tentativa de convertir un metal vil en oro. Los alquimistas lucharon duramente mucho

---

que las conectan. Las leyes de la naturaleza deben prevalecer, tanto si son reconocidas como en caso contrario. Esta es la base de la idea frustrada de Popper sobre un "tercer mundo" de pensamientos objetivos. (En *Objective Knowledge*, New York, Oxford University Press, 1973).



tiempo, hasta que finalmente su fracaso los convenció de que debían abandonar su empresa. El fracaso era inevitable, pues el comportamiento de los metales viles está regido por leyes de validez universal, que no pueden ser modificadas por ningún enunciado, encantamiento o ritual.

Examinemos ahora el comportamiento de los seres humanos. ¿Obedecen a leyes universalmente válidas, que puedan ser formuladas de acuerdo con el modelo D-N? Indudablemente hay muchos aspectos del comportamiento, desde el nacimiento hasta la muerte, y en el período entre ambos, a los cuales se les puede aplicar el mismo tratamiento que a otros fenómenos naturales.

Pero hay un aspecto del comportamiento humano que presenta características diferentes de las que ostentan los fenómenos que forman los temas de estudio de las ciencias naturales: el proceso de toma de decisiones. Las decisiones se basan en un conocimiento imperfecto de la situación. ¿De qué manera semejante situación provee las condiciones iniciales y finales supuestamente conectadas por leyes de validez universal? Esas condiciones ¿incluyen o excluyen la actividad mental de los participantes?

Si se incluye esta actividad, las condiciones no pueden ser objeto de una observación científica, pues sólo se pueden observar los efectos de la actividad mental de los participantes, no el proceso mismo. Si se excluye el proceso mental, y sólo se admiten como elementos de juicio sus efectos, queda destruida la validez universal de las generalizaciones científicas, porque un conjunto determinado de condiciones no es necesariamente precedido o seguido cada vez por el mismo conjunto. La secuencia de los acontecimientos sufre la influencia de la actividad mental de los participantes, pero falta la correspondencia entre esta actividad y el curso de los acontecimientos. En cualquiera de los dos casos, el modelo D-N se derrumba.

Es posible que esto no sea el fin del mundo, pero representa un serio golpe para el método científico. Este último ha tenido tanto éxito que resulta difícil creer en la existencia de un área amplia y vital que esté fuera de su alcance. También las ciencias naturales



encontraron limitaciones, bajo la forma del *principio de incertidumbre* de Heisenberg, pero estos límites sólo se alcanzaron después de un gran número de logros impresionantes: el *principio de incertidumbre*, por sí mismo, se cuenta entre los grandes descubrimientos de las ciencias naturales. En las ciencias sociales, encontramos dificultades aun antes de comenzar: el conocimiento imperfecto de los participantes es incompatible con el modelo D-N.

Esta conclusión es tan desconsoladora que se han hecho muchos esfuerzos para eludirla. Revisar los diversos intentos requeriría todo un libro, que sería interesante, sin duda. Limitaré mi atención a la teoría económica, que constituye uno de los intentos más ingeniosos y en cierta forma el más efectivo de eludir los problemas vinculados con un conocimiento imperfecto. Esta teoría hace simplemente a un lado los problemas mediante la formulación de un sistema hipotético, en el cual las decisiones de los participantes son plenamente determinadas por la información disponible.

Este enfoque brinda conclusiones que satisfacen algunos de los requerimientos del modelo D-N. Por ejemplo, la teoría de la competencia perfecta cumple los requisitos necesarios para ser considerada como universalmente válida y -por lo menos en principio- se puede usar para explicar y predecir con igual fuerza las condiciones necesarias. Pero la teoría falla cuando llega al terreno de las pruebas, dejando en duda la aplicabilidad de las condiciones hipotéticas a las condiciones reales.

Los científicos sociales se han empeñado en mantener la unidad del método, pero con un éxito notablemente escaso. Sus esfuerzos han brindado apenas una parodia de las ciencias naturales. En cierto sentido, el intento de imponer los métodos de las ciencias naturales a los fenómenos sociales es comparable con los esfuerzos de los alquimistas, que trataron de aplicar los métodos de la magia al campo de las ciencias naturales.

Pero mientras el fracaso de los alquimistas fue prácticamente total, los científicos sociales lograron un impacto considerable sobre su tema. Las situaciones que cuentan con participantes que piensan



pueden ser inaccesibles a los métodos de las ciencias naturales, pero tienden a admitir los métodos de la alquimia. La actividad de los participantes, justamente por no ser regida por la realidad, sufre con facilidad la influencia de las teorías. En el campo de los fenómenos naturales, el método científico sólo es eficaz cuando sus teorías son válidas; pero en cuanto a los asuntos sociales, políticos y económicos, hay teorías que pueden ser eficaces sin ser válidas. Mientras que la alquimia ha fracasado como ciencia natural, las ciencias sociales pueden tener éxito en calidad de alquimia.

Esto nos lleva a un examen de la relación entre el científico y el tema que estudia. Tal como lo vimos, el modelo D-N exige que los científicos mantengan sus afirmaciones y sus observaciones rigurosamente apartadas del tema con el cual se relacionan; sólo entonces este último cumple su función, y opera como un criterio objetivo para juzgar la verdad o la validez de los enunciados científicos. Las convenciones que rigen el método científico se proponen mantener la separación requerida.

En las ciencias naturales, las separaciones son eficaces porque la actividad mental del científico, en los hechos, es distinta de su tema, sobre el cual sólo puede influir por medio de acciones, no de pensamientos. Las acciones del científico, por su parte, son guiadas por las mismas leyes que todos los demás fenómenos naturales. Concretamente, nada de lo que pueda hacer el científico convertirá los metales viles en oro. El científico puede lograr algunas ventajas personales burlándose de las convenciones de la ciencia, pero esas ventajas sólo se alcanzan mediante un engaño, que está expuesto a ser desenmascarado por aquellos que acatan las convenciones.

Los fenómenos sociales son de diferente naturaleza. El conocimiento imperfecto de los participantes interfiere en el funcionamiento adecuado del modelo D-N, lo cual tiene consecuencias de vastos alcances para las convenciones del método científico. En efecto, su naturaleza limita los resultados que se pueden producir respetando las convenciones y -lo que es peor- abre las puertas a la obtención de resultados valiosos cuando se los transgrede. Hay mucho que ganar



fingiendo respetar esas convenciones, sin respetarlas realmente.

Las ciencias naturales son tenidas en gran estima: una teoría que proclame su carácter científico puede influir en el público crédulo mucho mejor que otra que admita con franqueza su tendencia política o ideológica. Como ejemplos típicos me basta con mencionar el marxismo y el psicoanálisis; pero el capitalismo del *laissez-faire*, basado en la teoría de la competencia perfecta, es también un caso a tener en cuenta. Es bien sabido que tanto Marx como Freud proclamaron enfáticamente su status científico y basaron muchas de sus conclusiones sobre la autoridad que extraían del hecho de ser científicos. Una vez que esta pretensión se disipa, la propia ciencia social se vuelve sospechosa. Es una palabra mágica, empleada por los alquimistas sociales en un esfuerzo por imponer su voluntad sobre el tema que estudian por medio de encantamientos.

¿De qué manera se pueden proteger contra semejante mala práctica los verdaderos practicantes del método científico? Me parece que hay una única salida: privar a las ciencias sociales del status del cual disfrutaban gracias a las ciencias naturales. Las ciencias sociales deberían ser reconocidas como una falsa metáfora.

Eso no implica abandonar la búsqueda de la verdad cuando investigamos los fenómenos sociales: significa únicamente reconocer que el modelo D-N no es aplicable a situaciones en que hay participantes que piensan. Debemos abandonar la doctrina de la unidad del método y poner fin a la imitación servil de las ciencias naturales. El modelo D-N ha tenido tanto éxito en este último campo que se ha terminado por identificarlo con el método científico. Resulta irónico señalar que este modelo ha sido ampliamente reemplazado en las ciencias naturales modernas; no obstante, las ciencias sociales siguen tratando de competir con las realizaciones de las ciencias naturales, tales como se las encaraba en el siglo XIX.

El intento, a pesar de todo, resulta vano pues, según lo hemos visto, los temas que indagan esas ciencias no se adaptan al molde D-N. Pero el método científico, como lo ha demostrado la física cuántica, no se limita necesariamente al modelo D-N: las generali-



zaciones de carácter estadístico y probabilístico pueden resultar aún más fructíferas. Tampoco debemos descartar la posibilidad de desarrollar nuevos enfoques que no tengan contrapartidas en las ciencias naturales. Del mismo modo en que hay diferencias entre los temas que se investigan, debería haberlas también en los métodos de estudio.

En este libro examinaré un nuevo enfoque, pero antes de comenzar, quiero asegurarme que no se lo juzgará de acuerdo con las pautas del modelo D-N. Un mundo en que reina un conocimiento imperfecto no se presta a las generalizaciones que se pueden emplear para explicar y predecir determinados acontecimientos. La simetría entre la explicación y la predicción sólo prevalece en ausencia de participantes que piensan. De lo contrario, habrá que condicionar siempre las predicciones a las percepciones de los participantes; por ende, no pueden tener el carácter definitivo del cual disfrutaban en el modelo D-N.

Por otra parte, los acontecimientos pasados tienen un carácter tan definitivo como en ese modelo; en consecuencia, la explicación resulta una tarea más fácil que la predicción. Una vez que abandonemos la restricción según la cual las predicciones y las explicaciones son lógicamente reversibles, podremos construir un marco teórico adecuado para los temas en estudio. Lamentablemente, no podemos poner a prueba la teoría en las mismas formas que en las estructuras lógicas de Popper. Pero eso no significa que los *tests* deban ser abandonados; por el contrario, mientras nuestro propósito consista en entender las cosas tal como son, deberíamos insistir en someter a una prueba nuestros puntos de vista. Con este fin, necesitamos tan sólo desarrollar nuevas formas de realizar pruebas. Es lo que haré en el experimento en tiempo real, el cual admite y explota francamente el potencial alquímico en el estudio de los fenómenos sociales (Tercera Parte).

## La tendencia de los participantes

Mi planteamiento consiste en abordar de frente el problema del entendimiento imperfecto. Lo que vuelve imperfecto el entendi-



miento de los participantes es el hecho de que su actividad mental afecta la situación a la cual se refiere. El papel causal desempeñado por esa actividad no tiene contrapartidas en los fenómenos estudiados por los científicos naturales. Obviamente, no es la única fuerza que moldea el curso de los acontecimientos, pero es una fuerza de carácter singular en los acontecimientos en que intervienen participantes que piensan. Por ende, merece ocupar el centro del escenario.

Tal como lo vimos, el entendimiento imperfecto es un concepto muy difícil si se trata de operar con él. Hemos visto que falta la correspondencia entre la actividad mental de los participantes y la situación con la cual se relaciona, pero resulta difícil definir esa falta, y aún más difícil medirla. La actividad mental de los participantes forma parte de la situación a la cual se refiere, y la misma idea de una correspondencia es inapropiada para describir una relación entre una parte y un todo. Esta idea fue importada de las ciencias naturales, donde los hechos y los enunciados pertenecen a universos separados, y de la filosofía, donde la correspondencia sirve como el criterio de la verdad.

La analogía no es aplicable al participante que, por definición, forma parte de la situación que está tratando de entender. Podemos hablar de una falta de correspondencia, pero no podemos definir aquello a lo cual el entendimiento del participante no logra corresponder, simplemente porque no existe. Para simplificar las cosas, hablaré de una tendencia intrínseca en la actividad mental de los participantes. Dado ese carácter que es inherente a los participantes, resulta imposible carecer de tendencias.

Sin embargo, existe en el mundo exterior un patrón de medida de la tendencia de los participantes. Si bien no hay una realidad independiente de la percepción de quienes participan, hay, en cambio, una realidad que depende de él. En otras palabras, existe una secuencia de acontecimientos que ocurren realmente y reflejan el comportamiento de los participantes. Es probable que el curso real de los acontecimientos difiera de sus expectativas, y se puede tomar esa divergencia como una señal de las tendencias en juego. Por des-



gracia, sólo se puede tomar como una señal -no como la medida exacta- pues ya el curso real de los acontecimientos incorpora de por sí los efectos de la actividad mental de los participantes.

Por consiguiente, la tendencia de los participantes se expresa en la divergencia entre los resultados y las expectativas, y a la vez en el curso real de los acontecimientos. Un fenómeno parcialmente observable y parcialmente sumergido en el curso de los acontecimientos no se presta con facilidad a la investigación científica. Ahora podemos comprender el motivo por el cual los científicos tenían tanta ansiedad por eliminarlo de sus teorías. Por nuestra parte, lo convertiremos en el punto central de nuestra investigación.

## El concepto de reflexividad

La conexión entre la actividad mental de los participantes y la situación en la que participan puede ser subdividida en dos relaciones funcionales. Designo los esfuerzos de los participantes para entender la situación como *la función cognitiva o pasiva*, y el impacto de su actividad mental sobre el mundo real como *la función participativa o activa*. En la función cognitiva, las percepciones de los participantes dependen de la situación; en la función participativa, la situación, a su vez, está bajo la influencia de las percepciones de los participantes. Se puede observar que las dos funciones trabajan en sentidos opuestos: en la cognitiva la variable independiente es la situación; en la participativa, es la actividad mental.

Existen muchos casos en que se puede observar cada una de estas funciones en forma aislada, pero hay otros en que ambas operan al mismo tiempo. Un ejemplo obvio de la función cognitiva se da cuando alguien aprende a partir de la experiencia. Se pueden encontrar ejemplos de la función participativa en los libros de texto de economía, donde los participantes aplican un conjunto determinado de preferencias a un determinado conjunto de oportunidades, y en ese proceso se determinan los precios.



Cuando ambas funciones operan al mismo tiempo, interfieren entre sí. Las funciones necesitan una variable independiente para producir un resultado determinado, pero en este caso la variable independiente de una función es la variable dependiente de la otra. En lugar de un resultado determinado, se produce una interacción en la cual tanto la situación como las opiniones de los participantes son variables dependientes, de tal modo que un cambio inicial desencadena cambios posteriores en la situación y, a la vez, en esas opiniones. Llamo *reflexividad* esta interacción, usando la palabra como lo hacen los franceses cuando describen un verbo en el cual el sujeto y el objeto son el mismo. Empleando una matemática simple, es posible describir la reflexividad mediante un par de funciones recursivas:

$$\begin{aligned}y &= f(x) \text{ función cognitiva} \\x &= \phi(y) \text{ función participativa}\end{aligned}$$

Por ende,

$$\begin{aligned}y &= f[\phi(y)] \\x &= \phi[f(x)]\end{aligned}$$

Este es el fundamento teórico de mi enfoque. Las dos funciones recursivas no producen un equilibrio sino un proceso de cambio que nunca termina. El proceso difiere fundamentalmente de los que hemos estudiado en las ciencias naturales. Allí un conjunto de hechos sigue a otro sin ninguna interferencia de pensamientos o percepciones (aunque en la física cuántica la observación introduce una incertidumbre). En cambio, cuando en una situación hay participantes que piensan, la secuencia de los acontecimientos no conduce en forma directa de un conjunto de hechos al siguiente; vincula más bien los hechos con las percepciones, y éstas con los hechos, a la manera de los cordones de los botines. Así, pues, el concepto de reflexividad brinda una teoría abotinada de la historia.

Se debe reconocer que la teoría abotinada es una especie de



dialéctica, que se puede interpretar como una síntesis entre la dialéctica de Hegel y el materialismo dialéctico de Marx. En lugar de que los pensamientos o las condiciones materiales evolucionen en una forma dialéctica propia, es la interacción entre ambos la que produce un proceso dialéctico. No utilizo este término en forma más destacada únicamente porque no quiero sentirme agobiado por el exceso de carga que lo acompaña. Encuentro oscuro a Hegel, y Marx propuso una teoría determinista de la historia que se opone diametralmente a mis puntos de vista.

El proceso histórico, tal como lo veo, es abierto. Su principal fuente impulsora es la tendencia de los participantes. No es la única fuerza que opera, sin duda, pero es una fuerza que corresponde en forma singular al proceso histórico, apartándolo de los procesos estudiados por las ciencias naturales. Se atribuye la evolución biológica a la mutación genética; sostengo que los procesos históricos son moldeados por los conceptos erróneos de los participantes.

Podría llegar a decir que las ideas que hacen historia consisten en falacias fecundas. Originariamente, una falacia fecunda debe concebirse como una percepción interna; sólo cuando se traslada a la realidad saltan a la vista sus fallas; en ese momento, engendra otra falacia fecunda, antitética con la anterior, y así sucesivamente. Cada falacia brinda una nueva experiencia, y en la medida en que la gente aprende a partir de la experiencia, se puede describir el proceso como un progreso. Desde luego, la falacia representa un término demasiado fuerte, pero resulta útil para orientar la atención en la dirección correcta: hacia la tendencia de los participantes.

Aquí no proseguiré con este tema, pero es obvio que el concepto de reflexividad, tal como ha sido descrito aquí, tiene consecuencias que van mucho más allá de la serie de temas abordados en este libro.

### **Reflexividad versus equilibrio**

Volviendo a la teoría económica, se puede alegar que es la tendencia



de los participantes la que no permite alcanzar la posición de equilibrio. El blanco o, para emplear otro término, la meta hacia la cual conduce el proceso de ajuste incorpora una tendencia, y ésta puede modificarse durante el proceso. Cuando ocurre eso, el proceso no apunta hacia un estado de equilibrio sino hacia un blanco móvil.

Para colocar las cosas en perspectiva, podemos clasificar los acontecimientos en dos categorías: los acontecimientos diarios, vulgares, que son previstos correctamente por los participantes y no provocan cambios en sus percepciones, y los acontecimientos históricos, de carácter singular, que afectan la tendencia de los participantes y conducen a cambios ulteriores. El primer tipo de acontecimientos puede ser sometido a un análisis de su equilibrio; el segundo, no: sólo se puede comprender como parte de un proceso histórico.

En los acontecimientos diarios, sólo opera la función participativa; la función cognitiva tiene un carácter fijo. En el caso de los desarrollos históricos, de carácter singular, ambas funciones operan simultáneamente, de tal modo que ni las opiniones de los participantes ni la situación a la cual se refieren siguen siendo las mismas que antes. Eso justifica describir tales desarrollos como históricos.

Se debería destacar que mi definición del cambio histórico implica una tautología. Primero clasifico los acontecimientos de acuerdo con su efecto sobre las tendencias de los participantes: aquellos que las modifican son históricos; en caso contrario, son vulgares. Luego afirmo que son los cambios en las inclinaciones los que permiten calificar un determinado curso de los acontecimientos como histórico.

Las tautologías pueden resultar útiles, siempre que se las reconozca como tales. En este caso, contribuyen a poner el análisis del equilibrio en la perspectiva apropiada. He definido el cambio histórico como una interacción entre la función cognitiva y la participativa. Lo que confiere un carácter histórico al cambio es el hecho de que afecta a la vez el curso de los acontecimientos y la percepción de los participantes, de tal modo que el acontecimiento siguiente no puede consistir en una mera repetición del que lo precedió.



El análisis del equilibrio elimina el cambio histórico, dejando de lado la función cognitiva. Las curvas de oferta y demanda sólo expresan la función participativa. En cuanto a la función cognitiva, es reemplazada por el supuesto del conocimiento perfecto. Si esta función entrara en juego, los acontecimientos en el mercado podrían alterar la forma de esas curvas, y nunca se alcanzaría el equilibrio estudiado por los economistas.

¿En qué medida es significativa la omisión de la función cognitiva? En otras palabras, ¿hasta qué punto es significativa la distorsión introducida al descuidar la tendencia de los participantes?

En el análisis microeconómico, la distorsión es despreciable, y dicha tendencia puede ser explicada con facilidad. Como un primer paso, se puede tomar como algo dado de una vez por todas; eso provee un equilibrio estático. Para volver más dinámico el análisis se pueden agregar uno por uno los cambios en las tendencias, expresados como cambios en los hábitos de los consumidores o en los métodos productivos. Lo único que queda oculto en este enfoque por partes es la posible vinculación entre los diversos cambios en las condiciones de la oferta y la demanda, pero esa omisión no invalida las conclusiones que intenta establecer el análisis microeconómico.

Pero cuando se llega a los mercados financieros, la distorsión es más grave. La tendencia de los participantes constituye un elemento en la determinación de los precios, y ninguna evolución importante del mercado deja de afectarla. La búsqueda de un precio de equilibrio se convierte en la caza de un pato salvaje, y las propias teorías acerca del precio de equilibrio pueden transformarse en una fértil fuente de tendencias. Parafraseando a J. P. Morgan, los mercados financieros seguirán fluctuando.

El análisis del equilibrio es totalmente inadecuado para tratar de entender los desarrollos macroeconómicos. Nada podría estar más lejos de la realidad que suponer que los participantes basan sus decisiones en un conocimiento perfecto. La gente anda a tientas, tratando de prever el futuro con la ayuda de cualquier poste indicador en que pueda fijar su atención. El resultado tiende a alejarse de las



expectativas, llevando a otras expectativas en cambio constante y a resultados que cambian constantemente. El proceso es reflexivo.

En su *Teoría General del Empleo, el Interés y el Dinero*, Keynes logró demostrar que el pleno empleo es un caso especial en materia de ocupación de la mano de obra. Si pudiéramos desarrollar una teoría general de la reflexividad, el equilibrio aparecería igualmente como un caso especial. Si bien difícilmente mi intento podrá alcanzar el nivel de una teoría general, trataré de investigar el papel de la reflexividad en los mercados financieros, lo cual significa que intentaré interpretar su funcionamiento como un proceso histórico.







# 2

## LA REFLEXIVIDAD EN EL MERCADO BURSÁTIL

**A**l tratar de desarrollar una teoría de la reflexividad, comenzaré por el mercado bursátil. Por un lado, es el mercado con el cual estoy más familiarizado: he sido un inversor profesional durante más de veinticinco años. Por el otro, provee un excelente laboratorio para poner a prueba ciertas teorías: los cambios están expresados en términos cuantitativos, y los datos resultan fácilmente accesibles. Incluso se dispone habitualmente de las opiniones de los participantes en los informes de los *brokers*. Es muy importante el hecho de que puse a prueba mi teoría en estos mercados, y puedo presentar algunos casos de estudio interesantes.

Tal como lo mencioné en la introducción, no desarrollé mis ideas sobre la reflexividad en relación con mis actividades en los mercados bursátiles. La teoría de la reflexividad comenzó como una especulación filosófica abstracta, y sólo gradualmente descubrí su incidencia en el comportamiento de los valores bursátiles. Cuando formulé mi teoría al nivel de la abstracción en el cual la concebí, carecí singularmente de éxito, y mi fracaso como filósofo presenta un fuerte contraste con mi carrera como profesional de la inversión. Espero que al presentar mis ideas siguiendo el orden inverso del que empleé para llegar a ellas, evitaré perderme en abstracciones misteriosas.

Hay otro motivo por el cual los mercados bursátiles podrían pro-



porcionar el mejor punto de partida para estudiar los fenómenos reflexivos. En efecto, satisfacen los criterios de la competencia perfecta en la misma medida que cualquier otro mercado: un recinto central, productos homogéneos, bajos costos de transacción y de transporte, comunicaciones instantáneas, una cantidad suficientemente grande de participantes para tener la seguridad de que ningún individuo pueda influir en los precios del mercado en el curso habitual de los acontecimientos, y reglas especiales para las "personas enteradas" (*insiders*), así como salvaguardias especiales para permitir el acceso de todos los participantes a las informaciones pertinentes.

¿Qué más se podría pedir? Si existe algún lugar en que debería ser posible trasladar la teoría de la competencia perfecta a la práctica, ese lugar es la Bolsa. Sin embargo, en ese terreno existen escasas pruebas empíricas de un equilibrio, o incluso de una tendencia de los precios a orientarse hacia un equilibrio. En el mejor de los casos, el concepto de equilibrio está fuera de lugar, y en el peor, resulta engañoso. Las evidencias revelan fluctuaciones persistentes, cualquiera sea el plazo elegido como período de observación.

Es verdad que las condiciones subyacentes, supuestamente reflejadas en los precios de las acciones, cambian también en forma constante, pero resulta difícil establecer una relación firme de cualquier naturaleza entre los cambios de esos precios y los que se dan en las condiciones subyacentes. Cualquier relación que se pueda establecer debe serles atribuida más que observada. Me propongo emplear la teoría de la reflexividad para criticar la preocupación de la teoría económica por la posición de equilibrio. ¿Qué mejor ejemplo podría encontrar que la Bolsa?

Las teorías existentes acerca del comportamiento de los precios de las acciones resultan notablemente inadecuadas. Tienen tan escaso valor para el operador que incluso no estoy plenamente familiarizado con ellas. El hecho de que haya podido prescindir de ellas habla por sí mismo.

Por lo general, esas teorías se dividen en dos categorías: fundamentalistas y técnicas. En fecha más reciente se ha puesto de moda



la teoría del "camino al azar" (*random walk*), donde se sostiene que el mercado prevé plenamente todos los desarrollos futuros, de tal modo que, en su conjunto, las posibilidades de cada participante de superar los promedios del mercado o de ser superado por éstos son parejas. Esta línea argumental ha sido utilizada para justificar en el plano teórico la creciente cantidad de instituciones que invierten su dinero en fondos indexados. Dicha teoría es manifiestamente falsa: la he refutado superando constantemente los promedios del mercado durante doce años. Tal vez las instituciones hacen bien en invertir en fondos indexados, en lugar de tomar decisiones específicas de inversión, pero la razón de su actitud reside en su *performance*, que está por debajo de los estándares requeridos, no en la imposibilidad de superar los promedios.

El análisis técnico estudia las pautas habituales de los mercados y la demanda y la oferta de acciones. Posee un mérito indudable, en el sentido de que predice las probabilidades, pero no puede predecir el curso real de los acontecimientos. A los fines de esta discusión, ese análisis no reviste un interés especial, pues cuenta con escasos fundamentos teóricos, salvo cuando afirma que los precios de las acciones son determinados por su oferta y demanda, y que la experiencia del pasado es pertinente para predecir el futuro.

El análisis fundamentalista es más interesante, porque representa un desprendimiento de la teoría del equilibrio. Las acciones tienen, supuestamente, un valor verdadero o *fundamental*, distinto de su precio corriente de mercado. Se lo puede definir en relación con la rentabilidad de los activos respectivos o con el valor fundamental de otras acciones. En cualquiera de los dos casos, se supone que el precio de mercado de una acción tiende hacia su valor fundamental a lo largo de un cierto período, de tal manera que el análisis de los valores fundamentales proporcionaría una guía útil para las decisiones de inversión.

En este enfoque, el punto importante es que la conexión entre los precios de las acciones y las empresas respectivas se efectúa presuntamente en un solo sentido. La suerte de las empresas determina



—así sea tardíamente— los valores relativos de las diversas acciones negociadas en la Bolsa. No se tiene en cuenta la posibilidad de que la evolución de la Bolsa, a su vez, pueda afectar la suerte de las empresas. Existe un claro paralelismo con la teoría de los precios, donde la curva de indiferencia determina las cantidades relativas consumidas, y se hace caso omiso de la posibilidad de que el mercado, por su parte, pueda influir en la curva de indiferencia.

Tal paralelismo no es fortuito: el enfoque fundamentalista se basa en la teoría de los precios. Pero la omisión es más evidente en la Bolsa que en otros mercados. Los valores bursátiles influyen en forma directa sobre los valores subyacentes: mediante la emisión y la recompra de acciones y opciones y a través de transacciones empresarias de todo tipo -fusiones, adquisiciones, estatizaciones, privatizaciones, etc.-. También hay formas en que los precios de las acciones pueden influir en la posición de una empresa: categoría (*rating*) crediticia, aceptación por los consumidores, credibilidad del *management*, etc. Desde luego, se reconoce plenamente la influencia de estos factores sobre los precios de las acciones; pero es extraño que la influencia de estos últimos sobre dichos factores, en cambio, sea ignorada por el enfoque fundamentalista.

Si existen discrepancias manifiestas entre los precios prevalecientes de las acciones y los valores fundamentales, son atribuidas a la evolución futura de las empresas respectivas, que aún no es conocida pero que sería prevista correctamente por la Bolsa. Se cree que los movimientos de los valores bursátiles preceden la evolución que subsiguientemente los justifica. La manera en que los desarrollos futuros deberían ser previstos es el tema de un debate en curso, pero se presume que el mercado está haciendo bien su tarea, aun cuando no se pueda establecer teóricamente el método correcto. Este punto de vista se desprende en forma natural de la teoría de la competencia perfecta. Se la puede resumir afirmando que "*el mercado tiene siempre razón*". Esta afirmación es aceptada comúnmente, incluso por personas que no tienen mucha confianza en el análisis fundamentalista.



Mi propio punto de vista es totalmente opuesto. No acepto la proposición de que los precios de las acciones constituyen un reflejo pasivo de los valores subyacentes, y tampoco acepto que ese reflejo corresponda a esos valores. Sostengo que los valores del mercado son siempre distorsionados; más aún —y allí está la forma en que me aparto crucialmente de la teoría del equilibrio— las distorsiones pueden afectar los valores subyacentes. Los precios de las acciones no son meros reflejos pasivos; representan ingredientes activos en un proceso en el cual se determinan tanto esos precios como la suerte de las empresas cuyas acciones se negocian. En otras palabras, considero los cambios en los valores bursátiles como partes de un proceso histórico, y me concentro en un punto focal: la discrepancia entre las expectativas de los participantes y el curso real de los acontecimientos, como un factor causal en ese proceso.

Para explicar el proceso, tomo como punto de partida esa discrepancia. No descarto la posibilidad de que los acontecimientos puedan corresponder realmente a las expectativas de la gente, pero considero eso como un caso límite. Traduciendo este enunciado al nivel del mercado, afirmo que sus participantes presentan siempre tendencias en un sentido u otro. No niego que los mercados tienen un poder de predicción o previsión que a veces parece misterioso, pero sostengo que se puede explicar por la influencia de la tendencia de los participantes sobre el curso de los acontecimientos. Por ejemplo, se cree generalmente que la Bolsa prevé las recesiones; sería más correcto, en cambio, decir que contribuye a precipitarlas. Por ende, reemplazo la afirmación que los mercados tienen siempre razón por otros dos:

1. Los mercados se inclinan siempre en un sentido u otro.
2. Los mercados pueden influir en los acontecimientos que prevén.

La combinación de estas dos afirmaciones explica el motivo por el cual tan a menudo los mercados parecen prever correctamente los acontecimientos.



Utilizando la tendencia de los participantes como nuestro punto de partida, podemos tratar de construir un modelo de la interacción entre esas opiniones y la situación en la que participan. Lo que vuelve tan difícil el análisis es el hecho de que tales opiniones forman parte de la situación analizada. Para dar algún sentido a una situación tan compleja, necesitamos simplificarla. Cuando hablé de *la tendencia de los participantes*, presenté un concepto simplificador. Ahora quiero dar un paso adelante, y presentar el concepto de *una tendencia prevaleciente*.

En los mercados participan muchas personas, cuyos puntos de vista están destinados a diferir. Supondré que muchas de las tendencias individuales se anulan entre sí, dejando en pie lo que llamo "*la tendencia prevaleciente*". Este supuesto no es apropiado para todos los procesos históricos, pero es válido para la Bolsa y también para otros mercados. Lo que legitima esta globalización de percepciones individuales es que se la puede relacionar con un denominador común: los precios de las acciones.

En otros procesos históricos, las opiniones de los participantes son demasiado difusas para poder sumarlas, y el concepto de una tendencia prevaleciente se convierte en apenas algo más que una metáfora. En tales casos, puede ser necesario un modelo distinto. Pero en la Bolsa la tendencia de los participantes encuentra su expresión en las compras y las ventas. *Si los otros aspectos se mantienen iguales, una tendencia positiva conduce al aumento de los valores bursátiles, y otra negativa, al descenso. En consecuencia, la tendencia prevaleciente es un fenómeno observable.*

Por supuesto, los otros aspectos no se mantienen nunca iguales. Necesitamos saber algo más acerca de esos "otros aspectos" para construir nuestro modelo. Llegado a este punto, presentaré un segundo concepto simplificador. Postularé una "*tendencia subyacente*" que ejerce influencia sobre el movimiento de los precios de las acciones, tanto si es reconocida por los inversores como en caso contrario. Desde luego, la influencia sobre los valores bursátiles variará de acuerdo con las opiniones de los participantes. En tales condiciones, se puede considerar la tendencia de los valores bursá-



tiles como una combinación de la "*tendencia subyacente*" y la "*tendencia prevaleciente*".

¿De qué manera interactúan estos dos factores? Se recordará que están en juego dos conexiones: la función participativa y la cognitiva. La tendencia subyacente influye en las percepciones de los participantes a través de la función cognitiva; el cambio resultante en las percepciones afecta la situación a través de la función participativa. En el caso de la Bolsa, el impacto primordial se ejerce sobre los precios de las acciones. El cambio de estos precios, a su vez, puede afectar simultáneamente la tendencia de los participantes y la subyacente.

Tenemos aquí una relación reflexiva, en la cual los precios de las acciones son determinados por dos factores -la tendencia subyacente y la tendencia prevaleciente-, sobre los cuales, a su vez, los precios de las acciones ejercen su influencia. La interacción entre esos precios y los otros dos factores carece de constantes: la que se supone que es la variable dependiente en una de las funciones es la variable dependiente en la otra. Pero sin una constante, no existe tendencia alguna hacia el equilibrio.

Es posible interpretar mejor la secuencia de los acontecimientos como un proceso de cambio histórico, en el cual ninguna de las variables -los precios de las acciones, la tendencia subyacente y la tendencia prevaleciente- continúa siendo lo que era antes. En la secuencia típica, las tres variables se refuerzan entre sí, primero en un sentido y luego en el otro, en un modelo que es conocido, en su forma más simple, como de *auge y derrumbe*.

Comenzaremos en primer término por algunas definiciones. Cuando los precios de las acciones consolidan la tendencia subyacente, diremos que la tendencia se *autorrefuerza*; cuando operan en sentido opuesto, diremos que se *autocorrige*. Emplearemos la misma terminología para la tendencia prevaleciente: puede ser *autorreforzante* o *autocorrectiva*. Es importante comprender el significado de estos términos. Cuando una tendencia se refuerza, se acelera. Al reforzarse, la divergencia entre las expectativas y el curso real de



los precios futuros de las acciones se amplía y, a la inversa, cuando estamos en presencia de un proceso autocorrectivo, se hace más estrecha.

En lo relativo a los precios de las acciones, los describiremos simplemente como ascendentes y descendentes. Cuando la tendencia prevaleciente contribuye a elevar los precios, la llamaremos *positiva*; cuando opera en sentido opuesto, *negativa*. Por ende, los precios ascendentes se ven reforzados por una tendencia positiva, y los descendentes, por otra negativa. En una secuencia de auge/derrumbe, deberíamos encontrar por lo menos un tramo en que los precios ascendentes son reforzados por una tendencia positiva, y otra en que los precios descendentes son reforzados por otra negativa. También debería haber un punto en que la tendencia subyacente y la prevaleciente se combinaran para revertir la tendencia de los precios de las acciones.

Tratemos ahora de construir un modelo rudimentario de auge y derrumbe. Arrancaremos con una tendencia subyacente todavía no reconocida, aunque también es concebible una tendencia prevaleciente que aún no se haya reflejado en los precios de las acciones. En estas condiciones, la tendencia prevaleciente será negativa, al comienzo. Cuando los participantes en el mercado reconozcan la tendencia, este cambio en las percepciones afectará los precios. El cambio en los precios puede o no afectar la tendencia subyacente. En el último caso, hay poco más para discutir. En el primero, tendremos el comienzo de un proceso que se autorrefuerza.

La tendencia que se refuerza afectará la tendencia prevaleciente en una de dos maneras: llevará a la expectativa de una nueva aceleración o a la de una corrección. En el último caso, la tendencia subyacente puede o no sobrevivir a la corrección de los precios de las acciones. En el primero, se desarrollará una tendencia positiva, que provocará otro aumento de los precios y una nueva aceleración en la tendencia subyacente. Mientras esta tendencia se autorrefuerce, las expectativas crecerán con rapidez aún mayor. La tendencia subyacente sufrirá la creciente influencia de los precios del mercado, y el aumento de estos últimos dependerá en forma creciente de la ten-



dencia prevaleciente, de tal modo que la tendencia subyacente y la prevaleciente se volverán cada vez más vulnerables.

Con el tiempo, la tendencia de los precios no puede sostener las expectativas predominantes, y se iniciará una corrección. Las expectativas frustradas ejercerán un efecto negativo sobre los precios, y las vacilaciones en los precios debilitarán la tendencia subyacente. Si ésta se ha vuelto demasiado dependiente de los precios de las acciones, la corrección puede convertirse en una inversión total. En ese caso, los precios bajarán, la tendencia subyacente se invertirá y las expectativas caerán aún más. De esta manera se inicia un proceso autorreforzante en sentido opuesto. Finalmente el giro hacia abajo alcanzará del mismo modo su punto mínimo, y se revertirá.

Un proceso autorreforzante experimenta típicamente correcciones ordenadas en los estadios iniciales, y en caso de sobrevivirles, la tendencia tiende a reforzarse, y es menos fácil de conmover. Cuando el proceso avanza, las correcciones se vuelven más escasas, y el peligro de una inversión culminante se acrecienta.

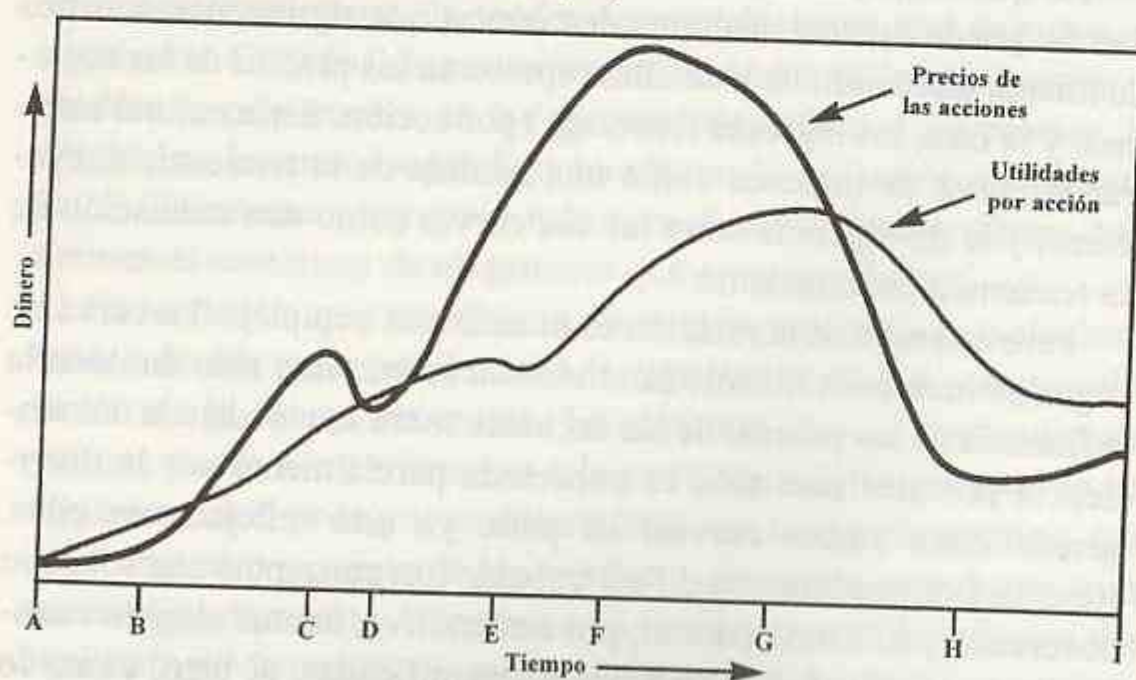
Lo que acabo de esbozar es una típica secuencia de auge/derrumbe. Se puede ilustrar mediante dos curvas que siguen más o menos la misma dirección. Una de ellas representa los precios de las acciones, y la otra, los ingresos (*earnings*) por acción. Sería natural encarar la curva de ingresos como una medida de la tendencia subyacente, y la divergencia entre las dos curvas como una indicación de la tendencia prevaleciente.

Pero en realidad la relación es mucho más compleja. La curva de ingresos incorpora no sólo la tendencia subyacente sino también la influencia de los precios de las acciones sobre esa tendencia. La tendencia prevaleciente sólo es expresada parcialmente por la divergencia entre ambas curvas: en parte ya está reflejada en ellas. Resulta extremadamente difícil trabajar con conceptos que sólo son observables en forma parcial; por este motivo, hemos elegido variables que puedan ser observadas y cuantificadas, si bien, como lo veremos luego, la cuantificación de los *earnings* por acción puede resultar sumamente engañosa. Para los fines actuales, supondremos



que los "*fundamentals*" por los cuales se interesan los inversores están medidos en forma apropiada por estos *earnings*.

Un recorrido típico para las dos curvas podría ser el siguiente (ver la figura). Al comienzo, el reconocimiento de la tendencia subyacente se rezaga, pero la tendencia es suficientemente fuerte para ponerse de manifiesto en los *earnings* por acción (AB). Cuando finalmente se la reconoce, se ve reforzada por las expectativas crecientes (BC). Surgen dudas, pero la tendencia sobrevive. En forma alternativa, la tendencia se demora, pero con el tiempo se reafirma. Se puede repetir la prueba varias veces, pero aquí la mostraré una sola vez (CD). A medida que el proceso avanza, se desarrolla una convicción que ya no es conmovida por un revés en la tendencia de los ingresos (DE). Las expectativas se vuelven excesivas, y no logran ser sostenidas por la realidad (EF). La tendencia es reconocida como tal, y las expectativas se aminoran (FG). Los precios de las acciones pierden su apoyo y se van hacia abajo (G). La tendencia subyacente se invierte, reforzando la declinación (GH). Con el tiempo, sin embargo, el pesimismo se agota y el mercado se estabiliza (HI).



Se debería subrayar que éste es tan sólo uno de los recorridos posibles, que resulta de la interacción de una única tendencia subyacente



y de una sola prevaleciente. Pero es posible que opere más de una tendencia subyacente, y la tendencia prevaleciente tal vez presente muchos matices, de tal modo que la secuencia de los acontecimientos podría requerir una representación totalmente distinta.

Unas pocas palabras sobre la construcción teórica del modelo pueden resultar adecuadas. Lo que nos interesa es la interacción entre la tendencia de los participantes y el curso real de los acontecimientos. Sin embargo, esa tendencia no está representada directamente en nuestro modelo: ambas curvas tan sólo indican el curso real de los acontecimientos. La tendencia prevaleciente está incorporada parcialmente a las dos curvas, y la divergencia entre ambas la indica parcialmente.

El gran mérito de esta construcción consiste en utilizar variables que pueden ser cuantificadas. Los precios de las acciones representan en forma adecuada la situación con la cual se relaciona la tendencia de los participantes. En otros procesos históricos, la situación interconectada con la percepción por los participantes de las funciones cognitivas y participativas es más difícil de identificar y de cuantificación imposible. Es el hecho de poder disponer de una representación adecuada lo que hace de la Bolsa un laboratorio tan útil para estudiar la reflexividad.

Por desgracia, el modelo brinda solamente una explicación parcial de la forma en que se determinan los precios de las acciones. Se ha presentado el concepto de una tendencia subyacente como un término sustituto, para indicar ciertos cambios en los "*fundamentals*". Pero no se ha definido lo que son. Tampoco se ha explicado cómo se debe medirlos. Los *earnings*, los dividendos, el valor de los activos, el flujo libre de caja: todos estos patrones de medida son pertinentes, del mismo modo que muchos otros, pero el peso relativo de cada uno depende de los juicios de los inversores y, por ende, depende de sus tendencias. Podríamos usar los *earnings* por acción con fines ilustrativos, pero eso representaría una petición de principio. Se trata de un problema con el cual los analistas bursátiles han estado forcejeando durante mucho tiempo. Sin embargo, aquí no necesitamos resolverlo para desarrollar una teoría de la reflexividad.



Sin saber todavía nada sobre los "*fundamentals*", podemos hacer algunas generalizaciones que valdrán la pena. La primera es que los precios de las acciones deben tener algún efecto sobre los "*fundamentals*" (cualesquiera que éstos sean), para crear un modelo de auge/derrumbe. Algunas veces la conexión es directa, como en los ejemplos que daré en este capítulo, pero generalmente es indirecta. A menudo hace sentir su efecto a través de un proceso político, como los cambios en los impuestos, la regulación o las actitudes con respecto al ahorro y la inversión.

Es posible que haya una conexión reflexiva entre los precios de las acciones y la tendencia prevaleciente, aun si los "*fundamentals*" no quedan afectados, pero la conexión misma sólo se vuelve interesante si también éstos entran en juego. Sin un cambio en los mismos, es probable que la tendencia prevaleciente sea corregida a corto plazo, como podemos observarlo en las fluctuaciones diarias de los precios de las acciones. Sería del todo correcto ignorar la tendencia como si se tratara de un simple ruido. Es lo que han hecho la teoría de la competencia perfecta y el enfoque fundamentalista del análisis de mercado. En cambio, si se ven afectados los "*fundamentals*", no se puede dejar de lado la tendencia sin riesgo de una grave distorsión, porque esa circunstancia da origen a un proceso autorreforzante y autoderrotante, que no deja en la misma situación anterior ni los precios de las acciones, ni los "*fundamentals*", ni las opiniones de los participantes.

La segunda generalización es que se producirá una falla en la percepción de los "*fundamentals*" por los participantes. Esta falla podría no estar en evidencia en las primeras etapas, pero probablemente se pondrá de manifiesto más adelante, preparando las condiciones para que la tendencia prevaleciente se invierta. Si el cambio de esta última revierte la tendencia subyacente, se pone en marcha un proceso de autorrefuerzo en sentido opuesto. Cuál es la falla, y cómo y cuándo se manifestará, probablemente son las claves para comprender las secuencias de auge/derrumbe.

El modelo que acabo de presentar se basa en estas dos generali-



zaciones. No hace falta subrayar hasta qué punto es tosco. No obstante, resulta valioso para identificar los rasgos cruciales de una típica secuencia de auge/derrumbe, que son los siguientes: la tendencia no reconocida; el comienzo de un proceso autorreforzante; una prueba de que tiene éxito; una convicción creciente, que desemboca en una divergencia -que se amplía- entre la realidad y las expectativas; la falla en las percepciones; el clímax, es decir, la culminación finalmente, un proceso autorreforzante en sentido opuesto. Sólo identificando estos rasgos podremos percibir el comportamiento de los precios de las acciones. No es posible esperar mucho más de nuestro rudimentario modelo.

En cualquier caso, un modelo reflexivo no es capaz de reemplazar el análisis fundamental: todo lo que puede proveer es un ingrediente que le falta. En principio, se podrían reconciliar los dos enfoques. El análisis fundamental trata de establecer de qué manera los valores subyacentes se reflejan en los precios de las acciones, en tanto que la teoría de la reflexividad muestra cómo estos precios pueden influir en los valores subyacentes. El primero proporciona un cuadro estático y la segunda, otro dinámico.

Una teoría que ofrece una explicación parcial de los movimientos de los precios puede ser muy útil para el inversor, especialmente si aclara una relación que otros inversores no captan. Los inversores operan con fondos limitados y una inteligencia del mismo modo limitada, no necesitan saberlo todo. Hasta tanto comprendan algo y lo comprendan mejor que los otros, operan con ventaja. El problema con cualquier tipo de conocimiento especializado consiste en que el área de pericia del autor podría no ser particularmente interesante; sin embargo, la teoría de la reflexividad sirve para identificar movimientos significativos de precios, y va directamente al fondo del asunto.

El rudimentario modelo que esboqué arriba demostró ser sumamente rendidor en mi carrera como inversor. Eso puede parecer sorprendente, porque el modelo es muy simple, y corresponde a un esquema bursátil tan trillado que se podría esperar que todo inver-



sor estuviera familiarizado con él. Sin embargo, no es así. ¿Por qué? Parte de la respuesta debe encontrarse en el hecho de que los participantes en el mercado han sido mal orientados por una construcción teórica distinta, derivada de la economía clásica y -lo cual es todavía más importante- de las ciencias naturales. La actitud que se les ha inculcado es que los precios de las acciones son el reflejo pasivo de una cierta realidad subyacente y no representan un ingrediente activo en el proceso histórico.

Este punto de vista es sencillamente falso. Resulta notable que tal error no haya sido plenamente reconocido. No obstante, los inversores reconocen, eso sí, la secuencia que describí y le responden, por cierto; pero con demora respecto de alguien que esté operando con el modelo apropiado y se encuentre ubicado en el puesto de vigía para detectar los rasgos cruciales que definen la forma de la curva de precios. Eso es lo que me ha dado ventajas. La primera vez que utilicé el modelo sistemáticamente fue en la etapa del auge de los conglomerados, a fines de los años 60. Me permitió hacer dinero tanto en el camino hacia arriba como en el camino hacia abajo.

La clave de este auge fue un concepto erróneo que prevalecía entre los inversores. Estos habían terminado por sobrevalorar el crecimiento de los *earnings* por acción, dejando sin analizar la forma en que se realizaba ese crecimiento. Unas pocas empresas aprendieron a provocar el crecimiento de los *earnings* a través de adquisiciones. Una vez que el mercado comenzó a compensarlas por su desempeño, su tarea se volvió más fácil, porque pudieron ofrecer sus propias acciones a alto precio para adquirir otras empresas.

En teoría, el proceso se desarrolla de la manera siguiente. Supongamos que todas las empresas involucradas tienen el mismo crecimiento intrínseco de los *earnings*, pero que las acciones de la empresa compradora se venden al doble de los múltiplos de *earnings* de las empresas compradas. Si la compradora logra duplicar su tamaño, sus *earnings* por acción subirán un 50 %, y su tasa de crecimiento aumentará correlativamente.

En la práctica, los primeros conglomerados arrancaron con altas



tasas intrínsecas de crecimiento, que fueron remuneradas con altos múltiplos. Varias de las que abrieron el camino fueron empresas con tecnología de punta, que tenían una fuerte participación en las industrias de defensa. Los dirigentes de esas empresas reconocían que su tasa histórica de crecimiento no podría sostenerse indefinidamente: Textron, Teledyne, Ling-Temco-Vought (luego LTV), para mencionar unas pocas. Comenzaron a adquirir empresas más vinculadas con la producción y los servicios, pero al acelerarse el crecimiento de sus *earnings* por acción, sus múltiplos se expandieron en lugar de contraerse.

Su éxito atrajo imitadores, y más tarde incluso las empresas más rutinarias pudieron alcanzar altos múltiplos, lanzándose a una orgía de adquisiciones. Por ejemplo, el grueso de los *earnings* de Ogden provenía de operaciones con chatarra; sin embargo, en su pico más alto sus acciones se vendían a más de veinte veces sus *earnings*. A medida que pasó el tiempo, una empresa podía alcanzar un alto múltiplo simplemente prometiendo que lo utilizaría bien, es decir, anunciando que se dedicaría a hacer adquisiciones.

Los directores de las empresas desarrollaron técnicas contables especiales, que magnificaban el impacto de las adquisiciones. También introdujeron cambios en las empresas adquiridas, modernizando las operaciones, vendiendo los activos, y concentrándose en general en la línea de fondo, pero estos cambios fueron menos significativos que el impacto sobre los *earnings* por acción de las propias adquisiciones.

Los inversores respondieron en la misma forma en que los indios reaccionaban frente al aguardiente. Al comienzo, se juzgó el desempeño de cada empresa según sus propios méritos, pero gradualmente los conglomerados comenzaron a ser reconocidos como un grupo. Emergió una nueva raza de inversores, los llamados *managers* de fondos "a go-go" o tiradores de escopeta, quienes desarrollaron una afinidad especial con los *managements* de los conglomerados. Se abrieron líneas directas de comunicación entre ellos, y los conglomerados colocaron las llamadas "acciones postales" directamente entre los inversores. Por último, los conglomerados aprendieron a manejar los precios de sus acciones, así como sus *earnings*.



Los acontecimientos siguieron la secuencia que describí en mi modelo. Los múltiplos se expandieron, y finalmente la realidad no pudo mantenerse al mismo nivel que las expectativas. Más y más personas comprendieron el concepto erróneo en que se basaba el auge, aunque continuaron jugando el mismo partido. Las adquisiciones debieron asumir una envergadura cada vez mayor para mantener el impulso, y al final alcanzaron los límites admisibles que podía tener el tamaño de los conglomerados. El acontecimiento culminante fue el intento de Saul Steinberg de adquirir el Chemical Bank: fue combatido y derrotado por el *establishment*.

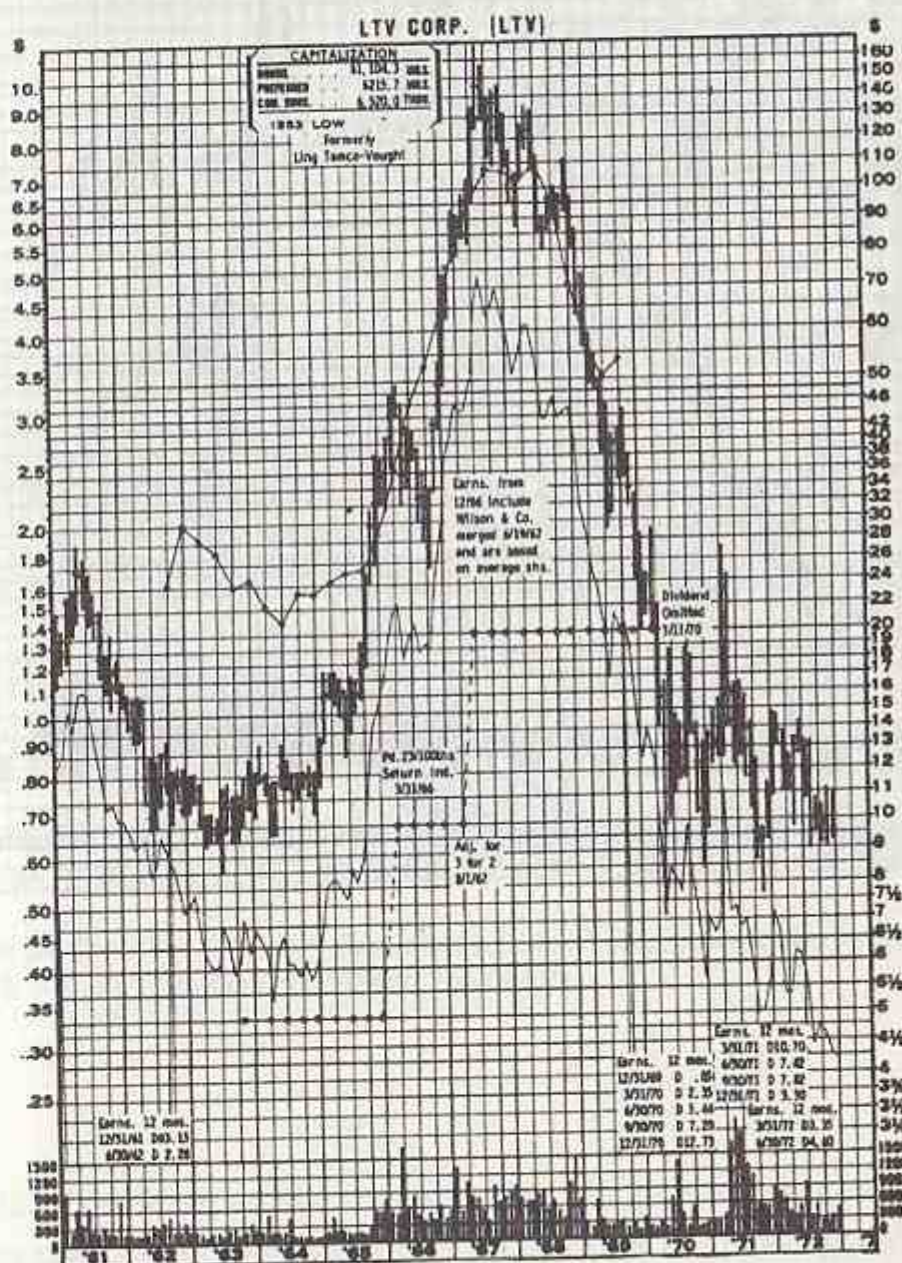
Cuando los precios de las acciones comenzaron a decaer, la declinación se autoalimentó. El impacto favorable de las adquisiciones sobre los *earnings* por acción disminuyó, y con el tiempo dejó de ser práctico hacer nuevas adquisiciones. Comenzaron a aflorar los problemas internos que habían sido barridos bajo la alfombra durante el período de rápido crecimiento externo. Los informes sobre los *earnings* revelaron desagradables sorpresas. Los inversores se desilusionaron, y los *managements* comenzaron a experimentar sus propias crisis; después de los embriagadores días de éxito, pocos estaban dispuestos a doblar de nuevo el lomo y dedicarse a la pesada carga de la administración diaria. La situación se agravó con la recesión, y muchos de los ambiciosos conglomerados literalmente se desintegraron. Los inversores se prepararon a creer en lo peor, y en algunos casos lo peor ocurrió realmente. En otros, la realidad resultó mejor que las expectativas y, por último, la situación se estabilizó en las empresas que sobrevivieron, a menudo con nuevos administradores, que emergieron entre los escombros. El auge de los conglomerados se presta en forma particularmente eficaz para ilustrar mi rudimentario modelo, porque los "*fundamentals*" pueden ser cuantificados con facilidad. Los inversores basaron sus valuaciones en los *earnings* por acción que daban los informes. Por más carentes de sentido que sean los gráficos, se ajustan de cerca a mi prototipo teórico. Se podrán apreciar en las páginas siguientes.

Mi encuentro mejor documentado con una secuencia de



auge/derrumbe es la de los Trusts de Inversiones Inmobiliarias (*Real Estate Investment Trusts*), que son una forma societaria legislada por el Congreso de los Estados Unidos. Su rasgo básico consiste en poder distribuir sus ingresos libres de impuestos a las sociedades comerciales, a condición de que repartan todo el ingreso recibido

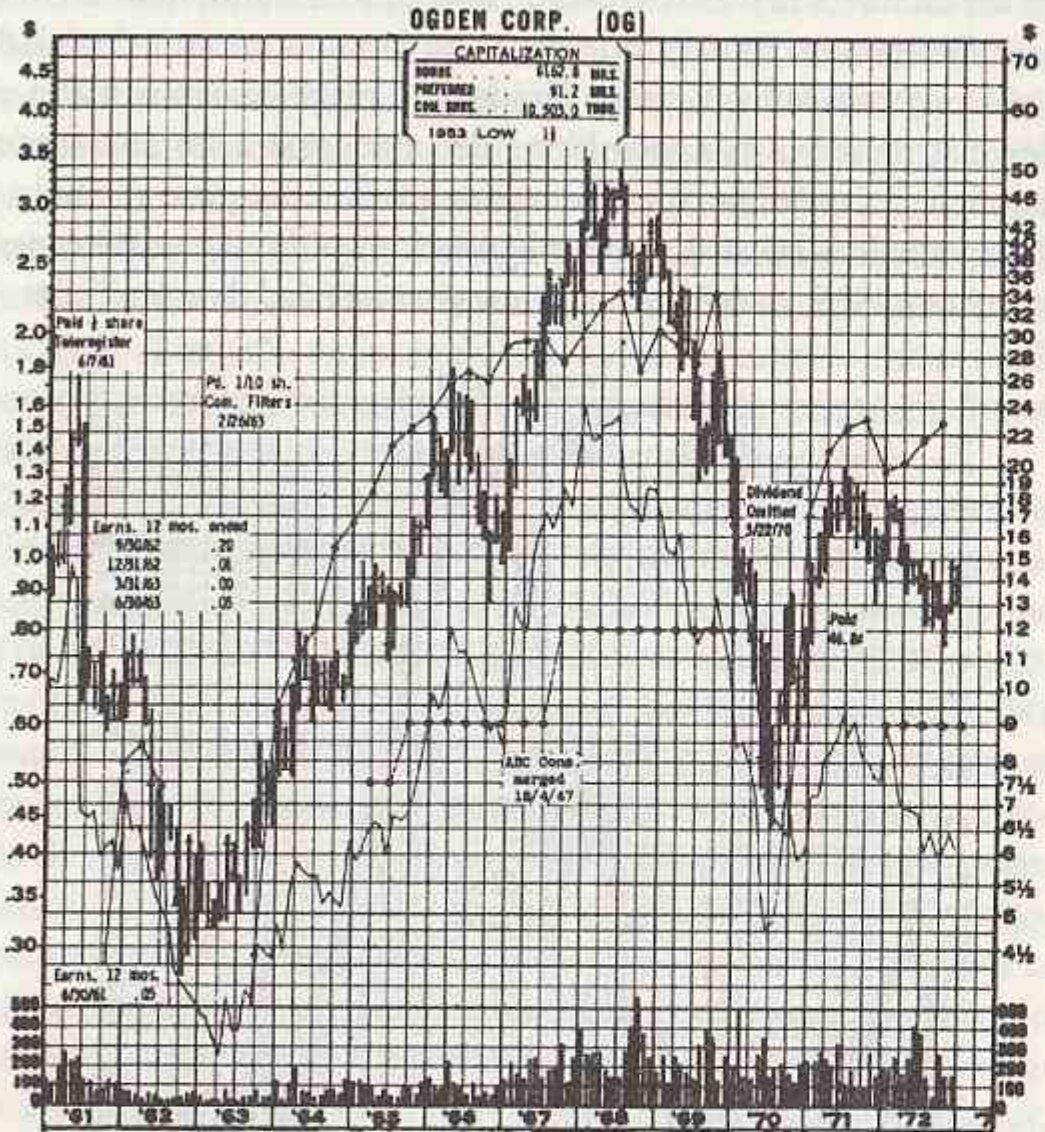
La oportunidad brindada por esta legislación quedó en gran parte inexplorada hasta 1969, cuando se fundó una gran cantidad de estos Trusts.



Cortesía de Securities Research Company, a Division of Babson-United Investment Advisors, Inc., 208 Newbury St., Boston, MA 02116.

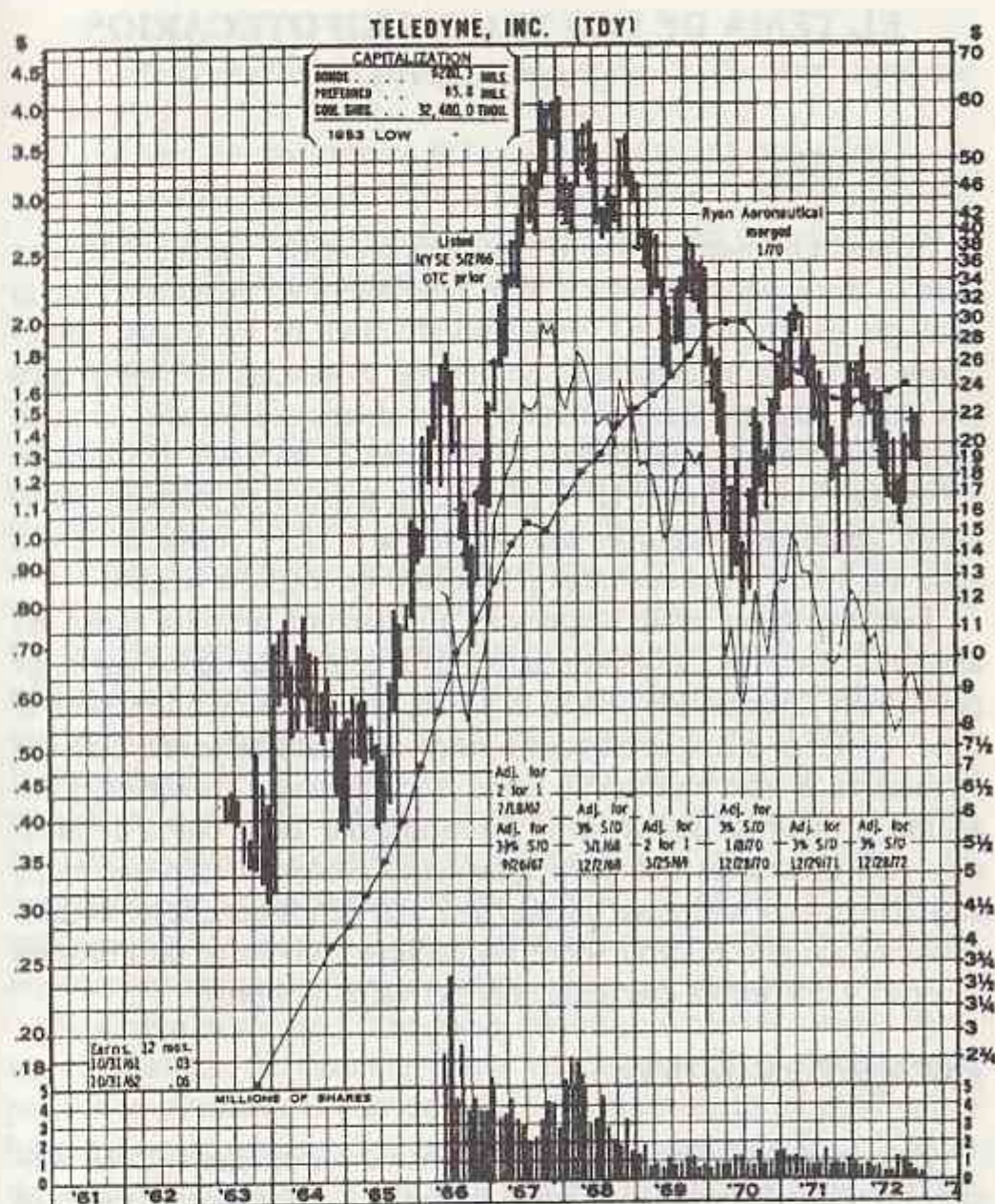


# Teoría



Cortesia de Securities Research Company, a Division of Babson-United Investment Advisors, Inc., 208 Newbury St., Boston, MA 02116.





Cortesia de Securities Research Company, a Division of Babson-United Investment Advisors, Inc., 208 Newbury St., Boston, MA 02116.

Estuve presente en su creación, y recién salido de mi experiencia con los conglomerados, publiqué un informe de investigación, cuya parte central es la siguiente:



## EL TEMA DE LOS TRUSTS HIPOTECARIOS

(Febrero 1970)

### EL CONCEPTO

Superficialmente, los trusts hipotecarios parecen fondos mutuos destinados a producir altos rendimientos corrientes. Pero la analogía es engañosa. El verdadero atractivo de los trusts hipotecarios reside en su capacidad de generar ganancias de capital para sus accionistas mediante la venta de acciones adicionales con una prima sobre el valor de libros. Si un trust con un valor de libros de \$ 10 y un dividendo del 12 % por acción duplica su paquete accionario, vendiendo acciones adicionales a \$ 20, el valor de libros sube a \$ 13,33 y los *earnings* por acción de \$ 1,20 a \$ 1,60.

Los inversores están dispuestos a pagar una prima a causa del alto rendimiento y de la expectativa de crecimiento de los *earnings* por acción. Cuanto más alta es la prima, tanto más fácil le resulta al trust satisfacer tal expectativa. El proceso se autorrefuerza. Una vez en marcha, el trust muestra un firme crecimiento de los *earnings* por acción, a pesar de distribuirlos prácticamente todos como dividendos. Los inversores que participan en el proceso desde una etapa suficientemente temprana pueden disfrutar de los beneficios combinados de un alto retorno sobre las acciones, un valor de libros en ascenso y una prima creciente sobre el valor de libros.

### ENFOQUE ANALITICO

El método convencional de análisis de los títulos-valores consiste en tratar de predecir el curso futuro de los *earnings*, y luego en estimar el precio que los inversores podrían estar dispuestos a pagar por ellos. Este método es inadecuado para el análisis de los trusts hipotecarios, porque el precio que los investigadores están dispuestos a pagar por las acciones representa un factor importante para determinar el curso futuro de los *earnings*.

En lugar de predecir los futuros *earnings* y las valuaciones por separado, intentaremos predecir el curso futuro de la totalidad de este proceso autorreforzante. Identificaremos tres factores principales que se refuerzan entre sí, y esbozaremos un escenario del curso probable de desarrollo. Los tres factores son:



1. La tasa efectiva de retorno sobre el capital del trust hipotecario.
2. La tasa de crecimiento del tamaño del trust hipotecario.
3. El reconocimiento de los inversores, es decir, el múltiplo que los inversores están dispuestos a pagar por una tasa dada de crecimiento de los *earnings* por acción.

### EL ESCENARIO

*Acto Primero:* En la actualidad, el rendimiento efectivo de los préstamos para la construcción está en un nivel óptimo. No sólo las tasas de interés son elevadas, sino que las pérdidas son relativamente bajas. Existe una demanda reprimida de viviendas, y las nuevas casas encuentran compradores con facilidad. Hay escasez de fondos, de modo que los proyectos que despegan realmente se justifican bien desde el punto de vista económico. Los constructores que subsisten en este negocio son más sólidos y confiables que en la etapa final de un período de auge. Más aún, hacen lo mejor que pueden para completar la construcción con la mayor rapidez posible, pues el dinero es muy caro. La escasez de mano de obra y de materiales causa incumplimientos y demoras, es verdad, pero los mayores costos que se cobran permiten a los trusts hipotecarios liquidar sus compromisos sin pérdidas.

El dinero es escaso y hay pocas ofertas provenientes de las fuentes alternativas de financiamiento intermedio. El reconocimiento por los inversores del concepto de trust hipotecario ha progresado hasta tal punto que permite la formación de nuevos trusts y la rápida expansión de los existentes. El proceso de autorrefuerzo se pone en marcha.

*Acto Segundo:* En caso de que la inflación se reduzca, el rendimiento efectivo sobre los préstamos para la construcción declinará. Por otra parte, habrá un auge de la construcción de viviendas, y se dispondrá de crédito bancario a tasas ventajosas. Al utilizarse un *leverage* más alto, la tasa de retorno sobre el capital accionario será mantenida, a pesar de un menor rendimiento efectivo. Con un mercado en crecimiento y con un ascendente reconocimiento de los inversores, la prima sobre el valor de libros puede seguir creciendo.



Es probable que los trusts hipotecarios aprovechen plenamente la prima y crezcan rápidamente tanto en tamaño como en *earnings* por acción. Como el ingreso a este terreno no está restringido, el número de trusts hipotecarios aumentará igualmente.

*Acto Tercero:* El proceso de autorrefuerzo continuará hasta que los trusts hipotecarios hayan captado una porción significativa del mercado de créditos para la construcción. La actividad de la construcción se habrá vuelto más especulativa, y los malos préstamos aumentarán. Con el tiempo, el auge de la construcción de viviendas perderá impulso, y aparecerán en varias partes del país excedentes de viviendas, acompañados por un mercado inmobiliario flojo y una temporaria declinación en los precios de la propiedad inmueble. En este punto, algunos de los trusts hipotecarios tendrán probablemente una gran cantidad de préstamos morosos en sus carteras. Por su parte, los bancos entrarán en un estado de pánico y exigirán la cancelación de sus líneas de crédito.

*Acto Cuarto:* La decepción de los inversores afectará la valoración del grupo, y una prima menor, acoplada con un crecimiento más lento, reducirá a su vez los *earnings* por acción. El múltiplo bajará, y el grupo entrará en un período de conmociones. Después de esto, la actividad habrá alcanzado la madurez; se producirán pocos ingresos nuevos, es posible que se introduzcan regulaciones, y los trusts existentes volverán a la normalidad y a un crecimiento más moderado.

### EVALUACION

La conmoción está todavía muy lejos. Antes de que se produzca, los trusts hipotecarios habrán multiplicado varias veces su tamaño, y sus acciones habrán obtenido enormes ganancias. No es un peligro que debería disuadir a los inversores en estos momentos.

El único peligro real en la actualidad es que el proceso autorreforzante no se ponga en marcha en absoluto. En un clima de declinación del mercado bursátil realmente seria, los inversores pueden ser reacios a pagar cualquier prima, aun para un retorno del 12% sobre el capital accionario. Dudamos de que se hagan presentes tales condiciones; nos inclinamos más bien a esperar un ámbito en



el cual un retorno del 12% sea más excepcional de lo que ha sido recientemente, y en que los procesos de autorrefuerzo de los últimos años, especialmente en los conglomerados y en las firmas de "*leasing*" de computadoras, pasen por un período de sacudidas. En tal entorno, debería haber suficiente dinero disponible para un proceso autorreforzante que apenas se inicia, especialmente si se trata de la única actividad asequible.

Si el proceso no se pusiera en marcha, los inversores encontrarían una protección hacia abajo en el valor de libros. Los nuevos trusts están llegando al mercado al valor de libros más una comisión de *underwriting* (habitualmente el 10%). En su mayor parte, los trusts recién formados están vendiendo con una prima todavía moderada. Se recordará que cuando sus activos están plenamente invertidos en préstamos intermedios, los trusts hipotecarios pueden ganar un 11% sobre su valor de libros sin *leverage*, y un 12% con un *leverage* de 1:1. Una prima moderada sobre el valor de libros parecería justificada aun si no se produjera un crecimiento.

Si el proceso de autorrefuerzo se pusiera realmente en marcha, los accionistas de trusts hipotecarios bien administrados deberían gozar de los beneficios combinados de un alto retorno sobre el capital accionario, un valor de libros en alza y una prima ascendente sobre el valor de libros para los próximos años. El potencial de ganancias de capital es del mismo orden de magnitud que al comienzo de otros procesos autorreforzantes en la reciente historia de la Bolsa.

Mi informe tuvo una historia interesante. Llegó en un momento en que los *managers* de los fondos "*a go-go*" habían experimentado graves pérdidas durante el colapso de los conglomerados. Como tenían el derecho de compartir las utilidades, pero no los afectaban las pérdidas de los fondos que administraban, se inclinaban a asirse de cualquier cosa que les ofreciera la perspectiva de una ganancia rápida. Comprendían intuitivamente de qué modo opera un proceso que se autorrefuerza, pues acababan de participar en uno de ellos, y estaban ansiosos por entrar en juego otra vez.



El informe tuvo una tremenda repercusión, de cuya magnitud sólo me di cuenta cuando recibí una llamada telefónica desde un banco de Cleveland pidiendo una nueva copia, pues las que tenían habían tenido tantas encarnaciones en Xerox que ya no eran legibles. En aquella época existían unos pocos trusts hipotecarios, pero sus acciones fueron tan buscadas después de eso que casi duplicaron su precio en un mes, aproximadamente. La demanda generó la oferta, y llegó al mercado un aluvión de nuevas emisiones.

Cuando se volvió evidente que la afluencia de nuevos trusts hipotecarios era poco menos que inagotable, los precios cayeron casi tan rápidamente como habían subido. Como es obvio, los lectores del informe no tuvieron en cuenta la facilidad de entrada, y su error fue corregido en poco tiempo. No obstante, la acogida entusiasta que tuvo contribuyó a poner en marcha el proceso de autorrefuerzo que se describía en el informe.

Los acontecimientos subsiguientes adoptaron el curso esbozado en el informe. Las acciones de los trusts hipotecarios disfrutaron de un auge que no fue tan violento como el que siguió la publicación del informe, pero resultó más duradero.

Yo había invertido fuertemente en trusts hipotecarios, y realicé algunas ganancias cuando la acogida que había despertado mi estudio superó mis expectativas. Pero me había entusiasmado suficientemente con mi propio éxito, y la baja me sorprendió con un inventario significativo. Me mantuve firme e incluso aumenté mis posiciones. Seguí esa actividad de cerca durante un año, más o menos, y vendí mis valores en cartera con una buena ganancia. Luego perdí contacto con el grupo hasta unos pocos años después, cuando comenzaron a aflorar los problemas. Sentí la tentación de establecer una posición corta, pero tenía la desventaja de no estar ya familiarizado con ese campo de operaciones.

Sin embargo, cuando volví a leer el informe que había escrito varios años antes, mi propia predicción me convenció. Decidí vender corto el grupo de una manera más o menos indiscriminada. Más aún, como las acciones cayeron, mantuve el mismo nivel de exposi-



ción, vendiendo corto las acciones adicionales. Mis primeras predicciones se cumplieron, y en su mayor parte los trusts hipotecarios quebraron. Como resultado, coseché más del 100% de ganancia sobre mis posiciones cortas: algo aparentemente imposible, pues la utilidad máxima sobre una posición corta es del 100%. (La explicación es que vendí también las acciones adicionales.)

Los ciclos que se autorrefuerzan y se autoderrotan, así como el auge de los conglomerados y el de los trusts hipotecarios, no se presentan todos los días. Hay largos periodos inactivos, en que el especialista en tales ciclos queda desocupado. Sin embargo, no es forzoso que pase hambre. La divergencia entre las tendencias subyacentes y el reconocimiento de los inversores persiste en todo momento, y el inversor astuto puede aprovecharla. Surgen nuevas industrias, o vuelven al primer plano industrias antiguas. Al principio, típicamente, son seguidas en forma inadecuada.

Por ejemplo, cuando los gastos de defensa comenzaron a aumentar a comienzos de los años 70, sólo hubo dos o tres analistas que siguieron esa actividad, aunque representaba una parte sustancial de la economía. Los analistas sobrevivientes estaban demasiado desmoralizados para reconocer el comienzo de una nueva tendencia fundamental. Fue una época magnífica para invertir en acciones de empresas de tecnología de punta, dedicadas a las industrias de defensa, a las cuales los analistas nunca habían prestado atención, como E-Systems, Inc., y firmas bien establecidas, que habían caído en una mala racha y trataban de diversificar sus actividades fuera del ámbito de la defensa, como Sanders Associates, o estaban comprometidas en escándalos al tratar de vender aviones mediante sobornos, como Northrop y Lockheed.

En acciones de este tipo no hubo procesos de autorrefuerzo, pero sin duda el reconocimiento de los inversores impulsó su precio. En realidad, raras veces la tendencia de los inversores no afecta en absoluto los "*fundamentals*". En el caso de las acciones de las industrias de defensa, la tendencia prevaleciente desempeñó un papel, pero negativo. Lockheed debió acudir al gobierno para salir



de sus apuros, y empresas como Sanders Associates se vieron obligadas a reestructurar su deuda ofreciendo bonos convertibles a precios que, mirados retrospectivamente, resultaron muy bajos.

Sólo al corregirse la tendencia negativa se produjo un nuevo *feedback*, si bien muy pequeño: las empresas tenían escasa necesidad de capital adicional, y los *managements*, después de quemarse una vez, miraban con recelo cualquier tentativa de diversificación fuera de las actividades de defensa. Hubo excepciones, como United Aircraft, pero la tendencia de los inversores nunca se volvió positiva en medida suficiente como para permitir que se pusiera en marcha un proceso de autorrefuerzo: muchas de las adquisiciones de United Aircraft se hicieron para obtener dinero líquido, y las que involucraron acciones no hicieron subir los *earnings* en escala significativa. El resultado fue una empresa más grande y diversificada, pero no hubo un proceso de auge y derrumbe en el paquete accionario.

Tal vez el caso más interesante de tendencia negativa ocurrió en las acciones de empresas dedicadas a la tecnología.

Después del desastre de 1974 en la Bolsa, los inversores desconfiaban de cualquier empresa que necesitara capitales de fuentes externas obtenidos emitiendo acciones. El procesamiento distribuido de datos se encontraba en las primeras etapas de su desarrollo. En la vanguardia estaban ubicadas nuevas empresas, como Datapoint y Four-Phase, mientras IBM había quedado malamente rezagada.

En la práctica, el mercado estaba estallando, pero esas empresas estaban paralizadas por su incapacidad de obtener dinero. Las acciones se vendían a múltiplos muy bajos de los *earnings* previstos, y el principal argumento contra esas empresas era que no podrían crecer con rapidez suficiente para satisfacer la demanda, y que eventualmente IBM se introduciría en el mercado. El argumento resultó válido, pero no antes de que esas empresas se hicieran grandes y prósperas y que los inversores se volvieran ávidos de darles dinero a altos múltiplos. Quienes habían estado dispuestos a combatir la tendencia negativa se vieron ampliamente recompensados.

A medida que los diversos nichos ocupados por esas pequeñas



empresas convergían para formar un gran mercado, las mismas fueron absorbidas en su mayor parte por empresas de mayor tamaño, y las que permanecieron independientes comenzaron a atravesar una mala época. Datapoint busca actualmente ubicación a un múltiplo muy reducido. Four-Phase fue adquirida recientemente por Motorola, que perdió hasta la camisa por ella. Si la reacción inicial del mercado ante las empresas de procesamiento distribuido de datos hubiese sido más positiva, es posible que algunas de las empresas iniciales hubieran crecido con una rapidez suficiente para sobrevivir, del mismo modo que la primera oleada de fabricantes de microcomputadoras engendró unas pocas empresas duraderas, como Digital Equipment y General Data.

La tendencia negativa del período 1975-1976 cedió paso al extremo opuesto, que se expresó en un auge de capital especulativo, que culminó en el segundo trimestre de 1983. La secuencia de los acontecimientos no está tan bien definida como en el caso de los trusts hipotecarios, pero eso sólo ocurrió porque la tecnología de punta no es una actividad industrial homogénea. Se puede observar la misma interacción reflexiva entre los precios de las acciones, la tendencia prevaleciente y los "*fundamentals*", pero se requiere un conocimiento mucho más específico para prever el curso de los acontecimientos.

La disponibilidad de capital especulativo en condiciones atra-yentes llevó a la proliferación de nuevas empresas. Cada una de ellas necesitaba equipamiento, así como inventarios, de tal modo que los fabricantes de equipamientos electrónicos disfrutaron de un período de auge, al igual que los fabricantes de productos y componentes. La industria electrónica es una gran consumidora de sus propios productos, y en consecuencia el auge fue autorreforzante.

Pero la proliferación de las empresas intensificó la competencia. Los líderes de la industria perdieron sus posiciones en el mercado a medida que hacía su aparición una nueva generación de productos, porque las personas responsables de su desarrollo dejaron sus empresas y fundaron otras. En lugar de empresas que crecían al



compás de su industria, ésta creció a través de la multiplicación de las empresas. Los inversores no percibieron esta tendencia; como consecuencia, las acciones tecnológicas en general y las nuevas emisiones en particular se sobrevaloraron sustancialmente.

El nuevo auge de las emisiones culminó en el segundo trimestre de 1983. Cuando los precios comenzaron a declinar, se pudo colocar un menor número de emisiones, y con el tiempo los capitalistas especulativos se volvieron menos aventureros. Al formarse un menor número de empresas y teniendo en cuenta que las que ya existían agotaron sus disponibilidades de efectivo, el mercado de los productos tecnológicos se achicó. La competencia se intensificó y los márgenes de beneficio se redujeron. El proceso comenzó a autoalimentarse y probablemente el punto más bajo no ha sido alcanzado todavía. \*

El auge de los capitales especulativos no fue la única causa de la conmoción subsiguiente -el dólar fuerte y el ascenso de la competencia japonesa fueron por lo menos igualmente importantes- pero los precios de las acciones tuvieron un impacto sobre los "*fundamentals*" en ambos sentidos.

Lo que distingue las secuencias de los conglomerados y de los trusts hipotecarios del auge de los capitales especulativos es que mientras en los dos primeros casos la tendencia subyacente se basó en la explotación de la tendencia de los inversores, en el tercer caso no fue así. En el caso de los conglomerados, la idea consistía en adquirir otras empresas con acciones infladas; en el caso de los trusts hipotecarios, se trataba de un *leverage* de los capitales accionarios. La idea que está detrás de la última generación de productos tecnológicos no tiene nada que ver la Bolsa.

Para comprender los altibajos de las acciones tecnológicas debemos saber algo acerca de las tendencias subyacentes en materia de tecnología; en cambio, en el caso de los conglomerados y de los trusts hipotecarios, apenas necesitamos conocer algo más que la teoría de la reflexividad.

\* P.D.: Febrero 1987. Esto ya no es cierto después de la actual recuperación explosiva.



Sin embargo, es importante entender que saberlo todo acerca de las tendencias que subyacen en la tecnología no resulta suficiente para explicar los altibajos señalados: es necesario entender también la interacción reflexiva entre esas tendencias, las tendencias prevalecientes y los precios de las acciones. Combinar estos dos tipos de entendimientos resulta sumamente difícil. Quienes deseen familiarizarse con la tecnología deben seguir de cerca y continuamente esa actividad industrial; quienes quieran aprovechar la divergencia entre la percepción y la realidad se ven obligados a desplazarse de un grupo a otro.

En su mayoría, los expertos en tecnología son ignorantes en materia de reflexividad, y tienden a estar plenamente invertidos en todo momento. Su popularidad y su influencia aumentan y disminuyen de una manera reflexiva. Después de la reciente declinación de las acciones tecnológicas, parece estar emergiendo una nueva generación de analistas, que son por demás sensibles a la importancia de las percepciones de los inversores. Después de un intervalo razonable, puede resultar rentable, una vez más, ir contra la tendencia prevaleciente e invertir en papeles tecnológicos sobre la base de las tendencias fundamentales.

He tenido siempre muchas dificultades para invertir en papeles tecnológicos, a causa del conocimiento especializado que se requiere. Finalmente, durante el período 1975-1976 logré percibir bien la naturaleza intrínseca de la industria de la computación, y aproveché la tendencia negativa prevaleciente. Mantuve mis posiciones durante algunos años, pero luego las vendí y perdí mis facultades para captar las características de esa industria.

En 1981 cometí el error de no participar en un fondo especulativo de capitales manejado por uno de los especuladores que más éxito tuvieron en esa época, al creer que el auge no podría continuar durante un plazo suficiente para permitir que los inversores salieran a tiempo. Indudablemente, influyeron sobre mí los temores que sentía acerca del cuadro más general. De cualquier manera, sus inversores realizaron buenos beneficios en 1983. En ese momento



yo había perdido totalmente el contacto con los papeles tecnológicos, y el auge me pasó de costado.

Aun las secuencias de los conglomerados y de los trusts hipotecarios no eran enteramente autosuficientes. Acontecimientos externos, como el nivel de la actividad económica, la regulación o hechos específicos (por ejemplo, el intento de adquisición del Chemical Bank) desempeñaron un papel crucial en el auge de los conglomerados. En secuencias menos "puras", la importancia de las influencias "externas" es aún mayor.

Ahora estamos en medio de otro ciclo de autorrefuerzo y que se derrota a sí mismo, que pasará a la historia como la *manía de las fusiones* de los años 80. En lugar de papeles inflados, el que sirve como moneda es el dinero efectivo. La escala en que se realizan las transacciones deja muy atrás el auge de los conglomerados. La manía de las fusiones es tan sólo un componente de un drama histórico en curso mucho más vasto, con ramificaciones que van mucho más allá de la Bolsa e involucran la política, los tipos de cambio, las políticas monetarias y fiscales, las peculiaridades de los impuestos, los movimientos internacionales de capitales y varios otros aspectos.

Haré un intento de desentrañar este drama histórico en curso, pero eso no es tan simple como analizar una secuencia de auge/derrumbe más o menos autosuficiente. El cuadro más general está colmado de interacciones reflexivas, así como de tendencias fundamentales no reflexivas. Necesitamos un modelo más completo, que abarque la transición de cada secuencia de auge/derrumbe a la siguiente, y la coexistencia de varios procesos reflexivos al mismo tiempo. Antes de embarcarme en un proyecto tan ambicioso, deseo examinar otro mercado caracterizado por círculos viciosos y virtuosos: el mercado de divisas.



# 3

## LA REFLEXIVIDAD EN EL MERCADO DE DIVISAS\*

**M**ientras que las interacciones reflexivas son intermitentes en la Bolsa, en el mercado de divisas son continuas. Trataré de demostrar que los tipos de cambio con flotación libre son intrínsecamente inestables. Más aún, la inestabilidad es un proceso acumulativo, de tal manera que con el tiempo el colapso de un sistema de esta naturaleza está virtualmente asegurado.

La concepción tradicional del mercado de divisas es que tiende al equilibrio. Un tipo de cambio sobrevaluado alienta las importaciones y desalienta las exportaciones hasta que se restablece el equilibrio. De modo similar, un mejoramiento en la posición competitiva se refleja en un tipo de cambio en alza, que reduce el superávit del comercio exterior hasta que se restablece nuevamente el equilibrio. La especulación no puede quebrar la tendencia hacia el equilibrio: si los especuladores prevén el futuro correctamente, aceleran la tendencia; si la juzgan mal, se verán perjudicados por la tendencia subyacente, que puede demostrarse pero termina inexorablemente por hacer prevalecer sus derechos.

La experiencia realizada desde que se introdujeron los tipos de cambio flotantes en 1973 ha refutado esta opinión. En lugar de *fun-*

\* Este capítulo fue escrito en abril/mayo de 1985 y revisado en diciembre de 1986.



las relaciones, sino tan sólo las que se requieren para construir modelos simples. En otras palabras, no apuntamos a una teoría general sino únicamente a una explicación parcial de los movimientos de las divisas. Nuestro punto de mira es el tipo de cambio y nos referiremos a las demás variables sólo cuando las necesitemos. No cuantificaremos ninguna de las variables, sino que indicaremos sólo el sentido ( $\uparrow \downarrow$ ) o el orden de magnitud ( $>, <$ ).

Antes de comenzar, se pueden hacer dos observaciones generales. En primer lugar, las relaciones tienden a ser circulares, es decir, las variables pueden servir como causa y como efecto en relación con otras variables. Indicaremos la conexión causal con una flecha horizontal ( $\rightarrow$ ). El otro punto es que la relación entre las variables no necesita ser internamente coherente: son justamente las incoherencias las que hacen que toda la situación se mueva en un determinado sentido, creando círculos viciosos o virtuosos. El equilibrio requeriría la coherencia interna; el cambio histórico, no. Desde luego, describir el cambio histórico en términos de círculos viciosos y virtuosos es sólo una manera de hablar. Un movimiento circular entre los componentes cuando todo el sistema está en movimiento podría ser descripto también como una espiral. Por otra parte, lo que es virtuoso y lo que es vicioso depende de quién es el observador.

Los tipos de cambio son determinados por la demanda y la oferta de divisas. Para los fines que nos proponemos aquí, podemos agrupar los diversos factores que constituyen la demanda y la oferta bajo tres títulos: comercio, transacciones no especulativas de capital y transacciones especulativas. Esto nos brinda el modelo más simple de un sistema de tipos de cambio que flota libremente:

$$(\downarrow T + \uparrow N + \uparrow S) \rightarrow \downarrow e$$

En otras palabras, la suma de las transacciones en divisas bajo los tres títulos determina el sentido del tipo de cambio.

Nuestro interés primordial consiste en investigar el papel de la inclinación de los participantes en los movimientos de los tipos de



cambio. Para facilitar el análisis, supondremos que la inclinación sólo se expresa en las transacciones especulativas de capital ( $S$ ), mientras que el comercio ( $T$ ) y los flujos no especulativos de capital ( $N$ ) son independientes de las expectativas: representan los *fundamentals*. En realidad, sobre estos últimos influyen también las expectativas de los participantes acerca del curso futuro de los tipos de cambio. Las cifras del comercio son distorsionadas notoriamente por los anticipos y las demoras en los pagos, para no mencionar el efecto de las expectativas sobre la política de inventarios de los exportadores y los importadores.

En cuanto a los movimientos de capital, tal vez la única transacción que es totalmente independiente de las expectativas es el pago de los intereses sobre la deuda acumulada; la reinversión de los ingresos por intereses ya puede ser considerada como una transacción especulativa. Probablemente la repatriación de las deudas bancarias desde los países menos desarrollados podría describirse mejor como no especulativa, si bien entran en juego consideraciones especulativas cuando los activos se redespliegan.

¿Qué se puede decir de la inversión directa? Si los *managements* sólo se interesaran por la tasa total de retorno, se la debería clasificar como especulativa, pero a menudo hay consideraciones industriales que la superan en importancia. Se puede advertir que hay muchos matices entre las transacciones especulativas y las no especulativas; pero no forzamos demasiado la realidad poniéndolas en estas dos grandes categorías.

Nos concentraremos en las transacciones especulativas de capital tan sólo porque es allí donde puede expresarse la tendencia de los participantes. El capital especulativo se mueve buscando el más alto retorno total posible. Este último tiene tres elementos: el diferencial de tasas de interés, el diferencial de tipos de cambio y la valorización del capital en la divisa local. Como el tercer elemento varía de un caso a otro, podemos proponer la siguiente regla general: el capital especulativo es atraído por tipos de cambio y tasas de interés en alza:

$$\uparrow (e + i) \rightarrow \downarrow S$$



De los dos, los tipos de cambio son con mucho los más importantes. No es necesaria una gran declinación en la divisa para volver negativo el retorno total. Por la misma razón, cuando una divisa que se valoriza ofrece también una ventaja desde el punto de vista de la tasa de interés, el retorno total supera todo lo que un tenedor de activos financieros podría esperar si los acontecimientos siguieran un curso normal. Esto no significa que los diferenciales de intereses carezcan de importancia, pero una gran parte de ésta proviene de su efecto sobre los tipos de cambio, el cual, a su vez, depende de las percepciones de los participantes. Hay épocas en que las tasas relativas de intereses parecen ejercer una influencia determinante; en otras, se las deja totalmente de lado. Por ejemplo, de 1982 a 1986 los capitales fueron atraídos por la divisa que tenía la mayor tasa de interés, vale decir, el dólar, pero a fines de los años 70, un país como Suiza no pudo detener el flujo de capitales ni siquiera imponiendo tasas de interés negativas. Por otra parte, con frecuencia las apreciaciones acerca de la importancia de las tasas de interés son erróneas. Como ejemplo, puede darse el hecho de que hasta noviembre de 1984 la fuerza del dólar fue atribuida en extensos círculos a las altas tasas de interés vigentes en los Estados Unidos. Cuando las tasas de interés bajaron sin que el dólar se debilitara, este punto de vista quedó desacreditado, y el dólar perforó el techo.

Las expectativas acerca de los tipos de cambio desempeñan el mismo papel en el mercado de divisas que las expectativas acerca de los precios de las acciones en la Bolsa: representan el concepto fundamental para aquellos que son motivados por la tasa total de retorno. En la Bolsa, esa motivación abarca prácticamente a todos los inversores; en los mercados de divisas, cubre todas las transacciones especulativas.

En la Bolsa, hemos empleado un modelo que se concentraba en los precios de las acciones y hacía caso omiso de los ingresos por dividendos. Eso no provocaba grandes distorsiones, porque en el tipo de secuencias de auge/derrumbe que estábamos considerando, los movimientos de los precios de las acciones pesan mucho más



que los ingresos por dividendos. Condiciones similares predominan en los mercados de divisas: las expectativas acerca de los tipos futuros de cambio representan la motivación principal en las transacciones especulativas de capital.

La diferencia fundamental entre la Bolsa y el mercado de divisas parece residir en el papel desempeñado por los *fundamentals*. En el caso de las divisas, el balance comercial es con toda claridad el factor fundamental más importante; sin embargo, el dólar se fortaleció entre 1982 y 1985, al mismo tiempo que el balance comercial de los Estados Unidos se deterioraba. Parecería que en este terreno los *fundamentals* ejercen aún menos influencia que en la determinación de las tendencias de los precios que en la Bolsa. No necesitamos buscar demasiado lejos una explicación de este fenómeno: la encontraremos en la importancia relativa de los movimientos especulativos de capital.

Según ya lo vimos, el capital especulativo es motivado primordialmente por las expectativas acerca de los tipos de cambio futuros. En la medida en que los tipos de cambio son dominados por las transferencias especulativas de capital, presentan un carácter puramente reflexivo: son expectativas relacionadas con otras expectativas, por lo cual la tendencia prevaleciente puede convalidarse casi indefinidamente. La situación resulta altamente inestable: si prevaleciera la tendencia opuesta, podría igualmente convalidarse a sí misma.

En nuestro análisis de la Bolsa, identificamos ciertas secuencias —como el auge de los conglomerados— en que la tendencia prevaleciente constituía una parte importante de la tendencia subyacente, pero llegamos a la conclusión de que tales ejemplos puros de reflexividad son excepcionales. En cambio, en un sistema de tipos de cambio con flotación libre, la reflexividad es la regla. Desde luego, no existe ninguna situación puramente reflexiva. La especulación es tan sólo uno de los factores que determinan los tipos de cambio, y se deben tener en cuenta los demás factores al formular las propias expectativas. En este terreno, las expectativas no pueden ser nunca



totalmente caprichosas: deben estar enraizadas en algo distinto de ellas mismas. De qué manera se establece la tendencia prevaleciente y —aún más importante— cómo se revierte, son los temas más importantes que debemos abordar.

No se pueden dar respuestas universalmente válidas. Los procesos reflexivos tienden a seguir una cierta pauta. En las etapas iniciales, la tendencia debe ser autorreforzante, pues en caso contrario el proceso fracasaría. A medida que la tendencia se extiende, se vuelve crecientemente vulnerable, porque los *fundamentals*, tal como los pagos comerciales y de intereses, se mueven contra la tendencia, de acuerdo con los preceptos del análisis clásico, y la tendencia depende crecientemente de la prevaleciente. Con el tiempo, se llega a un punto de inflexión, y comienza a operar un proceso de autorrefuerzo en sentido opuesto, en el marco de una secuencia plenamente desarrollada.

En el contexto de este modelo general, cada secuencia tiene un carácter único. El rasgo característico de un proceso reflexivo consiste en que ni las percepciones de los participantes ni la situación a la cual se refieren dejan de estar afectados por él. De esto se desprende que ninguna secuencia se repite. Ni siquiera es necesario que las variables interactuantes en forma circular sean las mismas; con seguridad, no tendrán la misma ponderación en ocasiones distintas.

Hemos tenido dos movimientos reflexivos básicos del dólar desde el colapso del sistema de Bretton Woods, y por lo menos otros tantos de la libra esterlina. Resulta instructivo comparar los dos grandes movimientos del dólar, pues la interacción entre el balance comercial y los movimientos de capitales fue radicalmente diferente en los dos casos.

A fines de los años 70, el dólar se volvió progresivamente más débil, en especial comparado con las divisas de Europa continental, mientras que en los años 80 se hizo progresivamente más fuerte. Designaremos el primer movimiento como el círculo vicioso de Carter, y el segundo como el círculo virtuoso de Reagan. Es posible construir modelos simples para mostrar hasta qué punto fueron diferentes las dos tendencias.



En el caso de Alemania a fines de los años 70, el marco alemán era fuerte ( $\uparrow e$ ). Las compras especulativas desempeñaron un papel fundamental en volverlo aún más fuerte ( $\downarrow S$ ) y en sostener el círculo virtuoso. Alemania comenzó con un superávit comercial y la fuerza de la moneda contribuyó a mantener bajo el nivel de los precios. Como las exportaciones tenían un gran componente de insumos importados, el tipo real de cambio permaneció más o menos estable ( $\updownarrow ep$ ) y el efecto sobre el balance comercial fue insignificante ( $\updownarrow T$ ). Al predominar la afluencia de fondos especulativos ( $\downarrow S > \updownarrow T$ ), el círculo virtuoso se autorreforzó:

$$\uparrow e \rightarrow \downarrow p \rightarrow \updownarrow(ep) \rightarrow (\updownarrow T < \downarrow S) \rightarrow \uparrow e$$

El hecho de que la tasa de valorización de la moneda superó el diferencial de las tasas de interés hizo muy rentable la tenencia de marcos alemanes, de tal modo que la afluencia especulativa fue a la vez autorreforzante y autoconvalidante.

Lo que era un círculo virtuoso para Alemania fue un círculo vicioso para los Estados Unidos. A medida que el tipo de cambio se depreciaba, la inflación se aceleraba. A pesar del aumento de las tasas de interés nominales, las tasas reales quedaron a un nivel muy bajo, cuando no negativo. Se intentaron varias medidas para compensar la salida de capitales, entre las cuales la emisión de los llamados bonos Carter en marcos alemanes y francos suizos fue la más llamativa, pero nada pareció funcionar bien hasta que la Reserva Federal adoptó una estricta política monetarista. Luego llegó la elección de Ronald Reagan a la presidencia, y el dólar se embarcó en un ascenso sostenido.

Durante el círculo virtuoso de Reagan, el dólar fuerte provocó un fuerte deterioro en el balance comercial de los Estados Unidos. En contraposición con Alemania a fines de los años 70, los Estados Unidos no tenían como punto de partida un superávit comercial. Por otra parte, la valorización de la moneda no estaba acompañada por diferenciales en la tasa de inflación. Esta última declinó en los



Estados Unidos, pero también permaneció baja en otros países. Como consecuencia, los Estados Unidos desarrollaron un déficit comercial sin precedentes, así como un diferencial de tasas de interés igualmente sin precedentes en favor del dólar. La tenencia de dólares resultaba atrayente en grado sumo mientras el dólar continuara firme, y el dólar continuó firme mientras el déficit en cuenta marchó al mismo ritmo que el excedente en la cuenta de capital. En nuestra notación:

$$(\uparrow e + \uparrow i) \rightarrow (\downarrow S > \downarrow T) \rightarrow \uparrow e \rightarrow (\downarrow S > \downarrow T)$$

Como es obvio, estos modelos han sido excesivamente simplificados. Más adelante examinaremos el círculo virtuoso de Reagan con mayor profundidad. Aquí deseamos destacar que las distintas secuencias tienen estructuras totalmente distintas. En el caso de Alemania a fines de los años 70, la valorización de la moneda fue sostenida por el diferencial en las tasas de inflación, y el balance comercial no se vio afectado en gran medida. El círculo virtuoso de Reagan fue sostenido por un diferencial en las tasas de interés, más que por las tasas de inflación, y hubo un déficit comercial siempre creciente, acompañado por una afluencia de fondos que crecía del mismo modo en forma constante.

Mientras que en el primer caso fue posible afirmar que existía un cierto equilibrio, en el segundo el equilibrio ya era palpable. La afluencia de capitales dependía de un dólar fuerte, y éste dependía de una afluencia siempre creciente de capitales, que requerían intereses y reembolsos de obligaciones en constante alza ( $\uparrow N$ ).

Era obvio que el círculo virtuoso no podría ser sostenido indefinidamente. Sin embargo, mientras el alza se mantuvo, cualquier especulador en divisas que se hubiese atrevido a luchar contra la tendencia lo habría pagado caro. La especulación no sirvió para restablecer el equilibrio. Por el contrario, reforzó la tendencia y, por consiguiente, acrecentó el desequilibrio, que con el tiempo debía ser corregido.



Aunque cada círculo que se autorrefuerza es único, podemos hacer algunas generalizaciones universalmente válidas acerca de los tipos de cambio flotantes. En primer lugar, la importancia relativa de las transacciones especulativas tiende a aumentar durante el tiempo en que dura una tendencia autorreforzante. Segundo, la inclinación prevaleciente sigue la tendencia, y cuanto más persiste esta última, tanto más fuerte se vuelve la inclinación. Tercero: una vez establecida una tendencia tiende a persistir y a agotar todo su recorrido; cuando le llega finalmente el turno, tiende a poner en movimiento un proceso que se autorrefuerza en sentido opuesto. En otras palabras, las divisas tienden a moverse a la manera de grandes ondas, y cada uno de los movimientos dura varios años.

Estas tres tendencias se convalidan mutuamente. El crecimiento de los flujos especulativos de capital moviéndose a la zaga de una tendencia es el que hace tan persistente la tendencia; esta persistencia, a su vez, vuelve tan remunerativa la inclinación a seguir una tendencia, y son los beneficios cosechados por la especulación los que atraen fondos en cantidad creciente.

Cuanto más tiempo dura un círculo virtuoso, tanto más atrayente resulta mantener activos financieros en la moneda que se valoriza, y tanto mayor importancia adquiere el tipo de cambio para calcular el retorno total. Quienes se inclinan a luchar contra la tendencia son eliminados progresivamente, y por último sólo los que siguen la tendencia sobreviven como participantes activos. A medida que la especulación gana en importancia, otros factores pierden su influencia. Nada puede guiar a los especuladores salvo el mercado mismo, y éste es dominado por quienes siguen las tendencias.

Estas consideraciones explican por qué el dólar pudo continuar valorizándose a pesar de un déficit comercial que crecía continuamente. Con el tiempo, se habría llegado de todos modos a un cruce de caminos, aun sin la intervención de las autoridades, cuando la afluencia de fondos especulativos no hubiese podido seguir el ritmo del déficit comercial y de las crecientes obligaciones por intereses, y la tendencia se habría invertido. En ese caso, como la tendencia



predominante sigue la tendencia general, el capital especulativo habría comenzado a moverse en sentido opuesto. En caso de que eso hubiese ocurrido, la inversión podría haberse acelerado, transformándose en caída libre.

Por una parte, la especulación y los flujos fundamentales habrían trabajado entonces en el mismo sentido. Aún más importante es el hecho de que cuando se advierte un cambio de tendencia, probablemente el volumen de las transacciones especulativas experimentará un crecimiento dramático, por no decir catastrófico. Mientras persista una tendencia, los flujos especulativos crecerán; pero una inversión no afecta sólo el flujo corriente, sino también el stock acumulado de capitales especulativos. Cuanto más haya persistido la tendencia, tanto mayor será la acumulación.

Desde luego, hay circunstancias que atenúan el fenómeno. La primera es que probablemente los participantes en el mercado advertirán un cambio de tendencia en forma sólo gradual. La otra es que las autoridades están destinadas a tomar conciencia del peligro y a hacer algo para impedir un crack. De qué manera se desarrolló realmente este drama será tema de un capítulo posterior. Aquí intentamos formular tan sólo una proposición general.

Tomando estas tres generalizaciones en su conjunto, se puede afirmar que la especulación desestabiliza progresivamente. El efecto desestabilizador no aparece porque los flujos de capitales especulativos deban invertirse eventualmente, sino precisamente porque no necesitan invertirse hasta mucho tiempo después. Si debieran invertirse a corto plazo, las transacciones de capital proveerían una amortiguación que sería bienvenida, porque haría menos doloroso el proceso de ajuste. Como no necesitan efectuar esa inversión, los participantes terminan por depender hasta tal punto de los flujos de capital que el ajuste se vuelve más doloroso en la misma medida.

Es del todo probable que la generalización acerca de la acumulación progresiva de dinero caliente (*hot money*) sea válida no sólo en el curso de un ciclo, sino también en el pasaje de un ciclo a otro, aunque la historia de los tipos de cambio fluctuantes es todavía



demasiado breve para proporcionar elementos de juicio confiables. Con seguridad ha sido válida hasta ahora. En efecto, el volumen de los movimientos de los capitales especulativos fue mucho mayor en el círculo virtuoso de Reagan que durante el círculo vicioso de Carter. Los estudios empíricos acerca de los años 30 mostraron igualmente un crecimiento acumulativo de los movimientos de dinero caliente (1), si bien las circunstancias eran algo distintas, pues las divisas no flotaban libremente.

Ahora podemos advertir el motivo por el cual el dinero caliente debería seguir acumulándose mientras las tasas reales de interés fueran altas y el retorno sobre las inversiones físicas resultara bajo: mantener el capital en forma líquida es más compensatorio que invertirlo en activos físicos. Lo que se requeriría para dar a esta generalización una validez universal sería un argumento que demostrara que los tipos de cambio fluctuantes se asocian con altos retornos sobre los activos financieros y con bajos retornos sobre las inversiones físicas.

Permítanme intentarlo. Hemos visto que el dinero caliente puede ganar retornos excepcionales si acierta con la tendencia; como determina la tendencia, es probable que así sea. Los activos físicos representan el reverso de la medalla: no se pueden mover para aprovechar la tendencia. El sector de bienes transables tiende a sufrir cuando una moneda se valoriza. Desde luego, una moneda que se devalúa genera ganancias inesperadas para los exportadores, pero éstos, al haber quedado malheridos con anterioridad, son reacios a invertir sobre la base de una ventaja temporaria: prefieren mantener sus ganancias en activos financieros, contribuyendo al aumento del dinero caliente.

Este proceso se pudo observar con suma claridad en el Reino Unido, donde los exportadores se negaron a expandirse cuando la libra cayó por debajo de \$ 1,10 en 1985, a pesar de sus ganancias récord. ¡Cuánta razón tenían! La libra esterlina subió a más de \$ 1,50 en abril de 1986. Por ende, tanto una moneda que se valoriza como otra que se devalúa desalientan la inversión física y promueven la acumulación de dinero caliente.



Podemos ensayar otra generalización provisional. Cuando una tendencia a largo plazo pierde su impulso, la volatilidad a corto plazo tiende a aumentar. Es fácil advertir el motivo: la multitud de operadores que sigue la tendencia está desorientada. Esta generalización es provisional, porque se basa en pruebas inadecuadas. Fue sin duda correcta cuando el dólar invirtió su tendencia en 1985 (2).

Si estas generalizaciones resultaran válidas, con el tiempo el fin de un sistema de tipos de cambio que flotan libremente sería inevitable. Las fluctuaciones se vuelven tan frenéticas que puede ocurrir una de dos cosas: o bien el sistema deberá ser modificado por algún tipo de intervención gubernamental, o bien se encaminará hacia un colapso. De esta manera, los mercados de divisas brindan el mejor apoyo a mi punto de vista sobre la inestabilidad intrínseca de los mercados financieros. No hay ninguna tendencia interna hacia el equilibrio: en la medida en que necesitemos estabilidad, deberemos introducirla con medidas políticas deliberadas.

Tal vez estas conclusiones no impresionen al lector como demasiado revolucionarias en la actualidad, pero con seguridad contradicen las opiniones prevalecientes en el momento en que fueron escritas, en abril/mayo de 1985. En esa época había un malestar generalizado con respecto a la inestabilidad de los tipos de cambio, pero la creencia en la magia del mercado continuaba siendo fuerte, y el famoso Acuerdo del Plaza en setiembre de 1985 cayó como una especie de shock entre los participantes en el mercado. Aun hoy no existe ningún fundamento teórico para la opinión de que un sistema de tipos de cambio con flotación libre es acumulativamente desestabilizador. Y es el fundamento que espero haber proporcionado aquí.

He estado especulando en divisas desde que comenzaron a flotar, pero no he logrado ganar dinero en forma consistente. Pensándolo bien, operé con ganancias durante el año 1980, y luego registré pérdidas entre 1981 y 1985. Mi actividad tuvo el carácter de un tanteo, basado más en la intuición que en la convicción. Por temperamento, siempre me ha interesado más detectar el punto de inflexión o de giro (*turning point*) que seguir una tendencia. Logré captar al vuelo tanto



el ascenso como la caída de las monedas europeas contra el dólar en 1981, pero me desligué de mis posiciones demasiado pronto.

Al perder contacto con la tendencia, consideré demasiado vergonzoso comenzar a seguir a los seguidores de la tendencia; a cambio de eso, intenté detectar el punto de inflexión. No hace falta decir que no tuve éxito. Hice algunas ganancias transitorias a comienzos de 1984, pero las devolví todas. Me empeñé nuevamente en una especulación en el momento en que escribí este capítulo (abril/mayo de 1985). Indudablemente su redacción me ayudó a aclararme las ideas.

El experimento en tiempo real que se describe en la Tercera Parte puede ser considerado un *test* práctico de la teoría aquí propuesta. En términos específicos, no es posible determinar el punto de inflexión hasta que se presenta realmente. Sin embargo, tal como lo veremos, la teoría puede resultar muy útil para interpretar los acontecimientos a medida que se van desarrollando.



El primer paso en la reforma educativa fue la creación del Ministerio de Educación, que se encargó de coordinar y supervisar las actividades educativas a nivel nacional. Este organismo se creó en 1945, tras la caída del régimen de Franco, y se convirtió en el eje central de la política educativa del nuevo gobierno. El Ministerio de Educación se encargó de diseñar y implementar una serie de reformas que buscaban modernizar el sistema educativo y garantizar el acceso a la educación para todos los ciudadanos.

Una de las primeras medidas adoptadas fue la creación de la Ley de Educación de 1945, que estableció los principios básicos de la educación en España. Esta ley garantizaba el derecho a la educación para todos los ciudadanos, sin distinción de sexo, raza o condición social. Además, establecía la obligatoriedad de la educación primaria y secundaria, lo que permitió que un mayor número de niños y jóvenes accedieran a la escuela.

Otra de las medidas clave fue la creación de la Universidad de Salamanca, que se convirtió en el primer centro de estudios superiores en España tras la guerra civil. Esta universidad fue fundada en 1944 y se dedicó a la enseñanza de las ciencias y las letras. Su creación fue un hito importante en la historia de la educación española, ya que marcó el inicio de la formación superior en el país.

Además de la creación de la Universidad de Salamanca, se llevaron a cabo una serie de reformas en el sistema de enseñanza primaria y secundaria. Se mejoró la calidad de la enseñanza, se actualizaron los planes de estudio y se aumentó el número de profesores. Estas medidas fueron fundamentales para garantizar que los estudiantes recibieran una educación de calidad y que estuvieran preparados para el futuro.

El segundo paso en la reforma educativa fue la creación de la Ley de Educación de 1945, que estableció los principios básicos de la educación en España. Esta ley garantizaba el derecho a la educación para todos los ciudadanos, sin distinción de sexo, raza o condición social. Además, establecía la obligatoriedad de la educación primaria y secundaria, lo que permitió que un mayor número de niños y jóvenes accedieran a la escuela.

Otra de las medidas clave fue la creación de la Universidad de Salamanca, que se convirtió en el primer centro de estudios superiores en España tras la guerra civil. Esta universidad fue fundada en 1944 y se dedicó a la enseñanza de las ciencias y las letras. Su creación fue un hito importante en la historia de la educación española, ya que marcó el inicio de la formación superior en el país.

Además de la creación de la Universidad de Salamanca, se llevaron a cabo una serie de reformas en el sistema de enseñanza primaria y secundaria. Se mejoró la calidad de la enseñanza, se actualizaron los planes de estudio y se aumentó el número de profesores. Estas medidas fueron fundamentales para garantizar que los estudiantes recibieran una educación de calidad y que estuvieran preparados para el futuro.

El tercer paso en la reforma educativa fue la creación de la Ley de Educación de 1945, que estableció los principios básicos de la educación en España. Esta ley garantizaba el derecho a la educación para todos los ciudadanos, sin distinción de sexo, raza o condición social. Además, establecía la obligatoriedad de la educación primaria y secundaria, lo que permitió que un mayor número de niños y jóvenes accedieran a la escuela.

Otra de las medidas clave fue la creación de la Universidad de Salamanca, que se convirtió en el primer centro de estudios superiores en España tras la guerra civil. Esta universidad fue fundada en 1944 y se dedicó a la enseñanza de las ciencias y las letras. Su creación fue un hito importante en la historia de la educación española, ya que marcó el inicio de la formación superior en el país.

El tercer paso en la reforma educativa fue la creación de la Ley de Educación de 1945, que estableció los principios básicos de la educación en España. Esta ley garantizaba el derecho a la educación para todos los ciudadanos, sin distinción de sexo, raza o condición social. Además, establecía la obligatoriedad de la educación primaria y secundaria, lo que permitió que un mayor número de niños y jóvenes accedieran a la escuela.

Otra de las medidas clave fue la creación de la Universidad de Salamanca, que se convirtió en el primer centro de estudios superiores en España tras la guerra civil. Esta universidad fue fundada en 1944 y se dedicó a la enseñanza de las ciencias y las letras. Su creación fue un hito importante en la historia de la educación española, ya que marcó el inicio de la formación superior en el país.

Además de la creación de la Universidad de Salamanca, se llevaron a cabo una serie de reformas en el sistema de enseñanza primaria y secundaria. Se mejoró la calidad de la enseñanza, se actualizaron los planes de estudio y se aumentó el número de profesores. Estas medidas fueron fundamentales para garantizar que los estudiantes recibieran una educación de calidad y que estuvieran preparados para el futuro.



# 4

## EL CICLO CREDITICIO Y REGULADOR\*

**E**ntre la reflexividad y el crédito parece haber una afinidad especial. Esto apenas puede sorprender: el crédito depende de las expectativas, que a su vez implican una tendencia; por ende, el crédito representa uno de los principales canales gracias a los cuales la tendencia desempeña un papel causal en el curso de los acontecimientos. Pero hay algo más. El crédito parece estar asociado con un tipo especial de modelo reflexivo, conocido como de *auge y derrumbe*. Este modelo es asimétrico: el auge se prolonga y se acelera gradualmente; el derrumbe es súbito, y con frecuencia catastrófico. En cambio, cuando el crédito no es un ingrediente esencial en un proceso reflexivo, el modelo tiende a ser más simétrico. Por ejemplo, en el mercado de divisas no parece haber mucha diferencia entre la suba o la baja del dólar: aparentemente el tipo de cambio sigue una pauta ondulatoria.

Creo que la asimetría proviene de una conexión reflexiva entre los préstamos y los avales. En este contexto, daré una definición muy amplia de lo que son estos últimos: indican todo lo que determina la confiabilidad del crédito de un deudor, tanto si está realmente avalado como en caso contrario. Puede significar una propie-

\* Escrito en agosto de 1985.



dad o un flujo futuro esperado de ingresos; en cualquiera de los dos casos, es algo a lo cual el prestamista está dispuesto a atribuir un valor. Se supone que la tasación representa una relación pasiva, en la cual el valor refleja el activo subyacente; pero en este caso implica un acto positivo: se efectúa un préstamo. El acto de prestar puede afectar el valor de los avales: ésta es la conexión que da origen a un proceso reflexivo.

Se recordará que hemos analizado la reflexividad como el resultado de dos conexiones que operan en sentidos opuestos: la conexión normal, en la cual se atribuye un valor a los acontecimientos futuros, como en la Bolsa o en los negocios bancarios (la hemos llamado la función cognitiva); y una conexión perversa, en la cual las expectativas afectan aquello que se espera (la función participativa). La función participativa es perversa, porque no siempre se percibe su efecto, y cuando opera, su influencia es tan difícil de descubrir que suele pasar desapercibida.

La opinión predominante sobre la forma de operar de los mercados financieros tiende a pasar por alto la función participativa. Por ejemplo, durante el auge de los préstamos internacionales, los banqueros no reconocieron que las *ratios* de las deudas de los países que contraían préstamos eran influidos favorablemente por sus propias actividades de préstamo. En el auge de los conglomerados, los inversores no percibieron que el crecimiento de los *earnings* por acción puede verse afectado por la valuación que le atribuyen. En la actualidad, la mayoría no comprende que la erosión de las garantías prendarias puede deprimir la economía.

Habitualmente el acto de prestar estimula la actividad económica. Permite al prestatario consumir más de lo que le sería posible de otro modo, o invertir en activos productivos. Hay excepciones, con seguridad: si los activos en cuestión no son físicos sino financieros, el efecto no es necesariamente estimulante. Por la misma razón, el servicio de la deuda ejerce un impacto depresivo. Se retiran fondos que de otra manera se dedicarían al consumo o a la creación de un flujo futuro de ingresos. Como el monto total de la deuda pendien-



te se acumula, la parte que se debe utilizar para el servicio de la deuda aumenta. Unicamente los nuevos préstamos netos estimulan, y su monto total debe seguir aumentando para que éstos se mantengan estables.

La conexión entre los préstamos y la actividad económica está lejos de ser clara (de hecho, es aquello que mejor justifica la preocupación de los monetaristas por la oferta monetaria, descuidando el crédito). La dificultad principal consiste en que el crédito no necesariamente está comprometido en la producción física de bienes y servicios; es posible emplearlo con propósitos puramente financieros. En este caso, su influencia sobre la actividad económica se vuelve problemática.

A los fines de esta exposición, puede resultar útil distinguir entre una economía real y una economía financiera. La actividad económica se efectúa en la economía real, en tanto que la extensión y el reembolso de los créditos se producen en la economía financiera. La interacción reflexiva entre el acto de prestar y el valor de los avales puede conectar la economía real y la financiera, o limitarse a esta última. Aquí fijaremos nuestra atención en el primer caso.

Una economía fuerte tiende a mejorar los valores de los activos y los flujos de ingresos que determinan la confiabilidad de los créditos. En las etapas iniciales de un proceso reflexivo de expansión del crédito, el monto de los créditos comprometidos es relativamente pequeño, de tal modo que su impacto sobre los valores de los avales es desdeñable. Por este motivo, la fase de expansión es de arranque lento, y al comienzo el crédito se mantiene sobre bases sólidas.

Pero a medida que el monto de las deudas se acumula, el total de los préstamos acrecienta su importancia, y comienza a ejercer un efecto apreciable sobre los valores de los avales en juego. El proceso continúa hasta llegar a un punto en que el crédito total ya no puede continuar aumentando con la rapidez suficiente para seguir estimulando la economía. En ese momento, los valores de los avales dependerán mucho del efecto estimulante de los nuevos presta-



mos, y si éstos no se aceleran, los valores de los avales comenzarán a declinar.

La erosión de los avales ejerce un efecto depresivo sobre la actividad económica, lo cual, a su vez, refuerza la erosión de los primeros. Como a esa altura de los acontecimientos los avales han sido utilizados casi totalmente, una declinación puede precipitar la liquidación de los préstamos, circunstancia que, a su vez, puede volver más precipitada la declinación. Esta es la anatomía de un ciclo típico de auge y derrumbe.

Los auges y los derrumbes no son simétricos, porque al comienzo de un auge tanto el volumen de los créditos como el valor de los avales se encuentran en un nivel mínimo; en el momento del derrumbe, ambos están en un nivel máximo. Pero hay otro factor en juego. La liquidación de los préstamos requiere tiempo; cuanto mayor sea la rapidez con que se deba realizar, tanto más incidirá sobre el valor de los avales. En un derrumbe, la interacción reflexiva entre los préstamos y los avales se comprime en un período muy corto, y las consecuencias pueden ser catastróficas. Es la liquidación repentina de las posiciones acumuladas la que da a un derrumbe un aspecto que difiere tanto del auge que la precede.

Se puede observar que la secuencia auge/derrumbe es tan sólo una variedad especial de la reflexividad. Los auges pueden surgir en cualquier momento en que haya una conexión de dos carriles entre los valores y el acto de la valuación. Este último asume muchas formas. En la Bolsa se valúan los capitales accionarios; en la banca, los avales. Es posible, aunque improbable, que se pueda generar un auge sin ninguna expansión del crédito. En teoría, los dos ejemplos que examinamos en los auges de la Bolsa, de los trusts hipotecarios y de los conglomerados, se podrían haber desarrollado sin que las acciones estuvieran caucionadas, aunque en la práctica había mucho crédito comprometido. La contracción no sería una imagen en el espejo de la expansión, por la razón ya mencionada: el elemento reflexivo en las valuaciones es mayor cuando el ciclo se invierte que al comienzo de una tendencia, pero la compresión que caracteriza las caídas estaría ausente.



Tanto el modelo de auge/derrumbe como su explicación son casi demasiado evidentes para resultar interesantes. Lo asombroso es que, por lo general, la conexión reflexiva entre los préstamos y los avales no ha sido reconocida. Existe una enorme bibliografía sobre el ciclo de los negocios, pero no se ha tomado demasiada conciencia de la relación reflexiva descrita en este libro.

Por otra parte, los ciclos de negocios examinados comúnmente en los libros de texto difieren, en cuanto a su duración, del ciclo crediticio que examino aquí: son fluctuaciones de corto plazo en un marco más amplio. Se tiene conocimiento de un ciclo más prolongado, al cual se hace referencia habitualmente como la onda de Kondrátieff, pero nunca ha sido explicado científicamente. En la actualidad hay mucha preocupación por el posible acercamiento de otra recesión, pero se supone generalmente que estamos frente a una recesión como cualquier otra; habitualmente, no se toma en consideración que estamos en la fase declinante del ciclo mayor. Sostengo que todas las recesiones anteriores, desde el fin de la Segunda Guerra Mundial, ocurrieron mientras el crédito se expandía; en cambio, la que podemos o no estar enfrentando ahora ocurriría cuando la posibilidad de obtener préstamos en la economía real se estuviera contrayendo. Esto crea una situación sin precedentes en la historia reciente.

Resulta difícil determinar dónde estamos exactamente en el ciclo mayor. Debo confesar que me he sentido confundido con respecto a este tema desde 1982. El motivo de mi confusión es que el auge ha perdido claramente impulso, pero el derrumbe no se ha producido.

Los derrumbes pueden ser muy perturbadores, en especial si la liquidación de los avales provoca una repentina compresión del crédito. Las consecuencias son tan desagradables que se han realizado vigorosos esfuerzos para evitarlas. La institución de los bancos centrales ha evolucionado hasta convertirse en un continuo intento de impedir contracciones súbitas y catastróficas del crédito. Como un pánico es difícil de detener una vez que ha comenzado, es preferible ejercer la prevención en la fase expansiva. Este es el motivo por el



cual el papel de los bancos centrales se ha ampliado gradualmente, para incluir la regulación de la oferta monetaria. Por eso también, los mercados financieros regulan la *ratio* entre los avales y los créditos.

Hasta ahora, las autoridades han podido impedir un derrumbe. Nos encontramos en una zona crepuscular, a media luz, donde el proceso normal de expansión del crédito culminó hace mucho tiempo, pero el proceso normal de su contracción ha sido impedido por las autoridades. Estamos en un territorio del cual no hay mapas, porque las medidas de las autoridades no tienen precedentes.

El hecho de que los bancos y los mercados financieros organizados estén regulados complica tremendamente el curso de los acontecimientos. Se puede interpretar mejor la historia financiera como un proceso reflexivo en el cual hay dos conjuntos de participantes en lugar de uno solo: los competidores y los reguladores.

Tal sistema es mucho más complejo que el caso que estudiamos en la Bolsa. Allí el marco regulador era más o menos fijo: constituía el telón de fondo contra el cual se representaba el drama. Aquí el marco regulador forma parte integral del proceso.

Es importante comprender que los reguladores son también participantes. Existe una tendencia natural a considerarlos seres sobrehumanos, que de alguna manera permanecen al margen y por encima del proceso económico, e intervienen sólo cuando los participantes lo han convertido en un revoltijo. Pero no es así. También son humanos, demasiado humanos. Operan con un entendimiento imperfecto, y sus actividades tienen consecuencias no deseadas. Parecen adaptarse a las cambiantes circunstancias con menor eficacia que quienes viven motivados por la ganancia y la pérdida, de tal modo que las regulaciones, por lo general, han sido elaboradas para impedir la última desgracia que acaba de ocurrir, pero no la próxima. Las deficiencias de la regulación tienden a volverse más evidentes cuando cambian con rapidez las condiciones, y éstas tienden a cambiar más rápidamente cuando la economía está menos regulada.



Comenzamos a percibir una relación reflexiva entre los reguladores y la economía que regulan. Esta relación origina un proceso que se produce al mismo tiempo que el proceso de expansión y contracción del crédito, e interactúa con éste. ¡No puede extrañar que el resultado sea tan complejo y que cause tanta perplejidad!

El ciclo regulador no presenta el carácter asimétrico del ciclo crediticio. Parece adaptarse al modelo ondulatorio que desarrollamos para el mercado de divisas mejor que el modelo de auge y derrumbe del ciclo del crédito. Así como las divisas en flotación libre tienden a fluctuar entre la sobrevaluación y la infravaluación, las economías de mercado tienden a hacerlo entre la sobrerregulación y la infrarregulación. La duración del ciclo parece estar correlacionada con el ciclo crediticio, y es posible percibir intuitivamente el motivo por el cual debería ser así.

La expansión y la contracción del crédito tienen mucho que ver con los cambios en la economía, que a su vez influyen en la exactitud de la regulación. A la inversa, el entorno regulador influye no sólo en la rapidez con la cual se puede expandir el crédito, sino en la determinación de su alcance. Es evidente que existe una conexión de dos carriles entre el crédito y la regulación, pero a esta altura de la investigación está lejos de ser claro para mí qué pauta, si existe alguna, sigue la interacción. Esa es la fuente principal de mi confusión.

Hemos identificado un ciclo crediticio que sigue un modelo de auge/derrumbe, un ciclo regulador que se parece más a una onda, y una interacción entre ambos cuya pauta no resulta clara. Desde luego, aparecen también muchas evoluciones seculares, algunas relacionadas con el crédito, otras con la regulación, y algunas con ambos. Hemos señalado que los bancos centrales tienden a volverse más fuertes después de cada crisis: estamos en presencia de una evolución secular que confiere un carácter único a cada ciclo.

En la Gran Depresión, tanto el sistema bancario como el sistema comercial internacional experimentaron un colapso, haciendo que la contracción del crédito y de la actividad económica fuera mucho



más grave de lo que habría sido de otra manera. Podemos estar seguros de que se harán todos los esfuerzos necesarios para evitar un colapso similar en este ciclo. No nos detendremos en la revolución de la información o en las mejoras en el transporte, que han contribuido al desarrollo de una economía mundial integrada. El resultado de todas estas influencias es un curso singular de los acontecimientos, que resulta más fácil explicar que predecir.

Contemplado desde esta perspectiva, todo el período de posguerra forma parte de un gran período de auge expansivo, que ahora está bien avanzado y se encuentra maduro para un derrumbe. Este, sin embargo, ha sido evitado por la intervención de las autoridades en los momentos cruciales. La interacción entre las acciones gubernativas y el mecanismo del mercado ha dado origen a una extraña constelación, que he llamado el Círculo Imperial de Reagan. Ahora estamos en el momento crucial en que el Círculo Imperial está comenzando a desintegrarse, y las autoridades deben inventar otra solución para prevenir un derrumbe.

Este mismo período de posguerra ha presenciado también un movimiento oscilante que ha ido de la regulación gubernativa a una competencia sin restricciones. Ahora nos encontramos en un curioso momento, en el cual la inclinación a favor de la desregulación está todavía en ascenso, pero la necesidad de una intervención estatal en determinadas áreas se está empezando a reafirmar. La actividad bancaria, para citar un caso, ya está en camino de una mayor regulación.

Se podría tratar de escribir una historia de la era de posguerra en estos términos. El actual ciclo crediticio comenzó después del fin de la Segunda Guerra Mundial; los orígenes del ciclo regulador se remontan aún más lejos, al New Deal, si bien la creación del sistema de Bretton Woods puede ser considerada como el punto de partida en lo relativo a la economía mundial. La expansión que siguió estuvo íntimamente relacionada con la eliminación de las restricciones que pesaban sobre el comercio internacional y la inversión. Pero los movimientos internacionales de capitales crearon problemas



para el sistema de Bretton Woods, que nunca fueron previstos y quedaron sin resolver.

No intentaré presentar aquí la historia completa. Comenzaré en el momento en el cual quedé activamente comprometido, y seguiré el recorrido de mi propio compromiso: eso dará a la investigación un carácter más experimental. Mis experiencias comenzaron después del colapso del sistema de tipos fijos de cambios en 1973. Relaciones que habían sido fijas quedaron sujetas a influencias reflexivas, y mi interés giró de determinadas empresas e industrias a los procesos macroeconómicos. Mi estudio de los bancos en crecimiento en 1972 representó un punto de transición, si bien en ese momento yo no lo sabía.

Con el transcurso del tiempo, percibí la inestabilidad de las tendencias macroeconómicas como algo cada vez más preocupante, en un sentido a la vez subjetivo y objetivo, y decidí tomar distancia de las inversiones activas en 1981. Después de la crisis de 1982, realicé un estudio teórico del problema de la deuda internacional. Tenía la errónea impresión de que la crisis de 1982 constituía la culminación del proceso de expansión del crédito. Pensé que las autoridades no estaban haciendo lo suficiente para prevenir un derrumbe. Me equivoqué, pues no comprendí que estaban haciendo demasiado. En realidad, mantuvieron el crédito en expansión, si bien sobre una base menos sólida que nunca.

Los Estados Unidos reemplazaron a otros países como el prestamista de última instancia, y los bancos comerciales intentaron desprenderse de los préstamos hechos a países menos desarrollados expandiéndose agresivamente en otras direcciones. Esto llevó a una nueva serie de crisis en 1984, que constituyó el punto de inflexión real para las actividades bancarias y de ahorro. Ahora estamos sufriendo las consecuencias secundarias de esa culminación. El gobierno estadounidense continúa tomando préstamos en una escala siempre creciente, pero también aquí está muy cerca un punto de inflexión. El dólar ha comenzado a caer, y los extranjeros van a ser reembolsados en una moneda que se deprecia. Tal vez el último gran



mecanismo de creación de crédito que todavía avanza a toda marcha está en la Bolsa, donde la manía de las fusiones se encuentra en su apogeo; pero no ejerce un efecto estimulante sobre la economía real.

El marco teórico de un ciclo interrelacionado de crédito y regulación se me hizo algo más claro a medida que escribía este libro, si bien no puedo afirmar que el proceso de clarificación se ha completado. No obstante, en este momento consideré apropiado sintetizarlo. Emplearé el marco teórico esbozado aquí para explicar el curso de los acontecimientos desde 1972. El lector debería saber que la explicación que doy precedió en el tiempo a la formulación de este marco reconocidamente provisional.

Después de completar la explicación, me empeñé en un experimento en tiempo real desde agosto de 1985 hasta fines de 1986, en el cual traté de predecir la evolución del ciclo crediticio y regulador. Llegué a una conclusión extraña. Parecía que el ciclo había quedado clavado en 1982. Si no se hubiese producido la acertada intervención de las autoridades monetarias, la crisis de la deuda internacional habría llevado a un colapso del sistema bancario. Tal como ocurrieron las cosas, el colapso ha sido evitado, pero la inversión genuina de la tendencia a la cual ese colapso habría abierto el paso dejó también de materializarse.

Ahora vivimos en un sistema en el cual llegamos continuamente al borde del precipicio, y luego nos echamos atrás al ver el abismo que se abre a nuestros pies. La cohesión que logramos a la vista del desastre tiende a desintegrarse no bien el peligro disminuye, y luego este proceso se repite en formas diferentes. Podemos observarlo en los préstamos internacionales; en el déficit del presupuesto de los Estados Unidos; en el sistema monetario internacional; en la OPEP; en el sistema bancario; en los mercados financieros y 1987 será indudablemente el año en que el proteccionismo llevará el sistema del comercio internacional al borde del colapso, pero probablemente no más allá.



## Segunda Parte

# Perspectiva Histórica



El primer capítulo de la obra, que trata de la historia de la lengua y la literatura, es el más interesante, ya que en él se exponen los fundamentos de la lingüística y la literatura, y se hace un análisis de la evolución de la lengua y la literatura a lo largo de la historia.

Después de este primer capítulo, se divide la obra en tres partes. La primera parte trata de la historia de la lengua y la literatura en el período clásico, la segunda parte trata de la historia de la lengua y la literatura en el período medieval, y la tercera parte trata de la historia de la lengua y la literatura en el período moderno. En cada una de estas partes, se exponen los fundamentos de la lingüística y la literatura, y se hace un análisis de la evolución de la lengua y la literatura a lo largo de la historia.

Después de haber leído esta obra, se puede decir que es una obra muy interesante y muy útil. En ella se exponen los fundamentos de la lingüística y la literatura, y se hace un análisis de la evolución de la lengua y la literatura a lo largo de la historia. Esta obra es muy recomendable para todos aquellos que se interesen por la historia de la lengua y la literatura.

Después de haber leído esta obra, se puede decir que es una obra muy interesante y muy útil. En ella se exponen los fundamentos de la lingüística y la literatura, y se hace un análisis de la evolución de la lengua y la literatura a lo largo de la historia. Esta obra es muy recomendable para todos aquellos que se interesen por la historia de la lengua y la literatura.



# 5

## EL PROBLEMA DE LA DEUDA INTERNACIONAL

**E**l mayor problema que se presenta en el análisis de la reflexividad consiste en decidir qué elementos debemos seleccionar para dedicarles nuestra atención. Cuando se trata del mercado financiero, el asunto es relativamente simple. La variable crítica es el precio del mercado, y los elementos que necesitamos considerar son los que influyen en él. Pero incluso aquí el número de factores que pueden entrar en juego es casi infinito. El empleo de una sola tendencia subyacente y de una inclinación predominante representa una simplificación excesiva, útil para mostrar la dinámica, por no decir la dialéctica, de un proceso histórico, pero totalmente inadecuada para explicar y aún más para predecir el curso real de los acontecimientos.

Cuando nos aventuramos más allá de los límites de un mercado determinado, el problema de la selección se vuelve aún más complejo. Necesitamos un conjunto de componentes interactivos que puedan explicar el fenómeno del cual nos estamos ocupando. Pero puede haber distintos conjuntos capaces de esclarecer el mismo fenómeno, y no estamos seguros de haber seleccionado justamente el correcto. La plétora de componentes potenciales resulta especialmente perturbadora cuando intentamos predecir el curso futuro de los acontecimientos: no sabemos cuál de ellos llegará a ser significativo.



El auge y el derrumbe en los préstamos internacionales es un tema que conviene abordar. Representa un elemento indispensable para comprender la actual situación económica. Tomado en sí mismo, constituye un ejemplo casi perfecto de una secuencia de auge/derrumbe. Observado en el contexto de la situación global, es tan sólo uno de los muchos elementos que deben ser tenidos en cuenta. Para complicar aún más las cosas, el problema de las deudas internacionales ha desempeñado un papel crucial en la evolución del sistema bancario, y esta evolución es también un proceso reflexivo que es significativo en sí mismo y representa a la vez un elemento significativo en la situación global.

¿Cuál es, entonces, la mejor forma de encarar los préstamos de carácter internacional? Se debe considerar el tema por lo menos desde tres puntos de vista: como un fenómeno reflexivo por derecho propio; como un factor en la evolución del sistema bancario y como un componente de la situación económica actual.

Intentaré examinar estos tres aspectos al mismo tiempo, como la única manera de evitar repeticiones indebidas. Al elegir esta ruta, también demostraré prácticamente la complejidad de los procesos reflexivos en el mundo real.

Resulta casi innecesario señalar que el análisis no es fácil de realizar, pero trataré de mantener separados los tres puntos de vista al avanzar. Una cierta dosis de distorsión es inevitable: como estamos interesados en la evolución del sistema bancario, prestaremos más atención a los prestamistas que a los prestatarios. En cambio, si deseáramos examinar el destino de los países menos desarrollados, deberíamos modificar nuestro enfoque.

Los orígenes del auge de los préstamos internacionales se remontan por lo menos al primer shock petrolero en 1973; pero con el fin de analizar la evolución del sistema bancario debemos volver aún más atrás, y para comprender el ciclo económico que ha dominado la historia reciente deberíamos arrancar con el colapso del sistema de Bretton Woods, que se concretó en 1971. Esto nos llevaría demasiado hacia atrás, de tal modo que tomaré el inicio de 1972 como mi



punto de partida, y comenzaré examinando el sistema bancario en los Estados Unidos. Fue ése el momento en que escribí un informe sobre el mercado bursátil, titulado *Un estudio de los bancos de fomento*.

En esa época, los bancos eran instituciones muy pesadas. Sus *managements* se habían traumatizado por las quiebras de la década del 30, y la seguridad constituía el criterio supremo, eclipsando las ganancias o el crecimiento. La estructura de la actividad bancaria estaba prácticamente congelada por la regulación. Estaba prohibida la expansión de los bancos si eso significaba cruzar los límites estatales, y en algunos estados aun las filiales bancarias estaban prohibidas. Un negocio torpe atraía a gente torpe, y en esa actividad el movimiento o la innovación eran escasos. Las acciones de los bancos eran dejadas de lado por los inversores que buscaban ganancias de capital. Sin embargo, bajo la calma superficial se estaban preparando cambios. Estaba emergiendo una nueva raza de banqueros, educados en escuelas de negocios y que pensaban en términos de negocios básicos. El centro intelectual de la nueva escuela de pensamiento fue el First National City Bank of New York, y hubo gente, formada allí, que se proyectó hacia afuera y ocupó posiciones de dirección en otros bancos.

Se introdujeron nuevos instrumentos financieros, y algunos bancos comenzaron a utilizar en forma más agresiva su capital, logrando ganancias muy apreciables. Hubo algunas adquisiciones en los marcos de los límites estatales, que llevaron a la aparición de unidades de mayor envergadura. Los bancos más grandes apalancaban sus paquetes accionarios entre 14 y 16 veces, y el Bank of America llegó a 20 veces. Los mejores bancos daban un rendimiento sobre su capital accionario superior al 13 %. En cualquier otra actividad económica, tales retornos, combinados con un aumento de los *earnings* por acción superior al 10 %, habrían sido recompensados con una prima decente sobre el valor de los activos al vender las acciones, pero las acciones bancarias se vendían con una prima reducida o nula.



Los analistas de las acciones bancarias tenían conciencia de esta subvaluación relativa, pero abrigaban escasas esperanzas de que la situación se corrigiera, pues los cambios subyacentes eran demasiado graduales, y la valuación prevaleciente, demasiado estable. No obstante, muchos bancos estaban presionando contra los límites de lo que se consideraba un *leverage* prudente según las pautas de esa época. Si querían continuar creciendo, se verían obligados a recurrir a capitales accionarios adicionales.

Sobre este trasfondo, el First National City actuó como anfitrión de una cena para analistas del mercado bursátil: fue un acontecimiento sin precedentes en la actividad bancaria. No fui invitado, pero esa circunstancia me impulsó a publicar un informe que recomendaba la compra de una canasta de los bancos dirigidos en forma más agresiva. Documenté la situación que he descripto aquí, y argumenté que las acciones bancarias estaban comenzando a despertarse, porque sus directores tenían un buen informe que dar, y habían comenzado a presentarlo. El crecimiento y los bancos parecían términos contradictorios, dije, pero la contradicción iba a ser resuelta gracias a la compensación que recibían las acciones bancarias bajo la forma de múltiplos en aumento.

Es un hecho que las acciones bancarias tuvieron un buen movimiento en 1972, y ganamos alrededor del 50 % sobre nuestra propia canasta. Algunos de los bancos más activos lograron reunir un cierto capital. Si el proceso de obtener capitales se hubiese consolidado con una prima sobre el valor de libros, los bancos podrían haberse expandido sobre una base sólida, y la evolución del sistema bancario habría tomado un rumbo diferente. Tal como ocurrieron las cosas, el proceso apenas había comenzado cuando la inflación se aceleró, las tasas de interés subieron, y un retorno del 13 % sobre el capital ya no fue suficiente para permitir que los bancos vendieran sus acciones con una prima.

Luego llegaron las secuelas del primer shock petrolero, y se produjo un tremendo aumento en la afluencia de fondos hacia los países productores de petróleo. Estos países no sabían qué hacer con su



dinero, y lo acumularon en los bancos. Se llegó a un punto en que algunos bancos, como el Bankers Trust, se vieron obligados a rechazar depósitos. La forma de reciclar estos *petrodólares* se convirtió en un serio problema. Hubo vivas discusiones, en las cuales se examinaron distintos esquemas intergubernamentales, pero no obtuvieron grandes resultados, salvo en lo relativo a un cierto aumento de los aportes de Arabia Saudita al F.M.I. y al Banco Mundial. Los gobiernos del mundo industrializado fracasaron lamentablemente en ponerse a la altura de los acontecimientos, y fue por omisión que el reciclado de los petrodólares quedó en manos de los bancos.

Estos penetraron en la brecha y cumplieron su función en exceso. Desbordados por los fondos, se convirtieron en prestamistas agresivos, y encontraron tomadores en abundancia. Los países menos desarrollados sin petróleo trataron de financiar sus déficit contrayendo grandes deudas; los que producían petróleo se embarcaron en ambiciosos programas de expansión, que financiaron tomando préstamos sobre la base de sus reservas petrolíferas. Fue la época en que la tensión se relajó, lo cual significó que los países de Europa oriental contrajeron fuertes deudas con los bancos occidentales, en la esperanza de reembolsarlos utilizando los productos de las fábricas que compraban con el dinero prestado. Fue así como comenzó el auge de los préstamos internacionales.

Al comienzo, los bancos reciclaban los excedentes de la OPEP, pero con el transcurso del tiempo los países ricos en petróleo encontraron otras formas de utilizar la riqueza que acababan de encontrar: adquirieron los armamentos más sofisticados, expandieron su economía a toda velocidad, compraron diamantes y propiedades y realizaron otras inversiones a largo plazo.

Mientras tanto, la demanda de financiación bancaria continuaba aumentando. Los bancos se convirtieron cada vez más en la fuente del crédito. Cada crédito creaba depósitos en algún otro lado, de tal modo que los bancos pudieron generar mediante su propia actividad los fondos que estaban prestando. Como el mercado de los eurodólares no estaba regulado, los bancos no se veían obligados a acatar



los requerimientos de encajes mínimos en los pasivos de sus afiliadas *offshore*. Nada —salvo la autorrestricción— podría haber impedido que estas afiliadas generaran una oferta aparentemente ilimitada de crédito.

Pero los préstamos internacionales eran demasiado rentables para que quedara mucho margen para tener cautela. Los negocios podían ser realizados en gran escala, el riesgo de movimientos adversos de las tasas de interés podía ser minimizado por el empleo de tasas flotantes, y los costos administrativos eran mucho menores que en el caso de los préstamos a las empresas. La feroz competencia comprimía en una franja muy angosta los *spreads* entre las tasas pasivas y las activas; no obstante, los préstamos internacionales se convirtieron en una de las formas más rentables de la actividad bancaria, atrayendo a muchos bancos que carecían de experiencia en este terreno. El número de bancos representados en Londres creció en gran escala durante este período, y los préstamos internacionales se convirtieron en el sector de más rápido crecimiento de la actividad bancaria. Desde luego, si los bancos hubiesen establecido las reservas adecuadas, a la luz de la experiencia subsiguiente, el negocio no habría sido tan rentable como se creyó en aquella época.

Durante este período la forma externa de la actividad bancaria de los Estados Unidos quedó en gran parte estancada. La regulación limitaba estrictamente la expansión por medio de fusiones y adquisiciones. Pero la estructura interna de los bancos experimentó considerables transformaciones. La tendencia fundamental fue la formación de holdings bancarios. El cambio de tamaño permitió un *leverage* adicional, que se realizaba al nivel del holding, de tal modo que la *ratio* entre el capital y los activos totales continuó deteriorándose. Por otra parte, las subsidiarias, amparadas por la llamada Ley *Edge* (límite), eludían algunas de las restricciones legales impuestas a los bancos.

El mayor campo de acción estaba en el exterior. En su mayor parte, los movimientos empresarios se volvieron internacionales: los bancos norteamericanos se expandieron fuera del país, y los ban-



cos extranjeros establecieron cabeceras de puente en los Estados Unidos. Por ejemplo, más de una cuarta parte de las ganancias del Citicorp provenía del Brasil. Fue también una época de rápidas innovaciones tecnológicas. El empleo de las computadoras aceleró las actividades y permitió operaciones que antes eran inconcebibles. Se inventaron muchos nuevos instrumentos y técnicas de financiación, y la banca se convirtió en un negocio mucho más sofisticado que una década antes. Estas tendencias continúan desarrollándose a un ritmo acelerado hasta el momento actual.

La tarea de los reguladores se vio complicada tanto por el ritmo de la innovación como por el carácter internacional de la competencia. No es injusto decir que los reguladores estuvieron siempre un paso atrás de los operadores, y la banca se hizo ducha en encontrar la forma de contornear cualquier regulación que se quisiera dictarle.

En el área internacional, las autoridades no quisieron imponer a sus propios bancos trabas que les impidieran competir en igualdad de condiciones. Sin restricciones reglamentarias y con los bancos compitiendo por una mayor porción del mercado, este último, en su conjunto, creció a pasos agigantados. Los bancos estaban tan ansiosos por conseguir negocios que hacían poquísimas preguntas. Es sorprendente la escasez de informaciones que los países prestatarios debían proveer para obtener préstamos. Los bancos prestamistas no sabían ni siquiera cuánto dinero estaban tomando a préstamo los países en cuestión en otras partes.

Cuando se encontraban en dificultades en sus balances de pagos, los países deudores preferían tratar con los bancos comerciales antes que acudir al Fondo Monetario Internacional. Involuntariamente, los bancos comerciales asumieron una de las funciones para las cuales habían sido designadas las instituciones de Bretton Woods: el FMI y el Banco Mundial. Transfirieron recursos a los países menos desarrollados en una escala mucho mayor de la que esas instituciones habrían estado dispuestas a aprobar, y con una intromisión mucho menor en los asuntos de los países deudores. ¡No puede causar sorpresa que los países menos desarrollados se mantuvieran



apartados del FMI! Fueron principalmente los países industrializados, como el Reino Unido, los que pidieron el apoyo del FMI; los países en desarrollo se las arreglaban mejor con los bancos comerciales. Entre 1973 y 1979 hubo una verdadera explosión del crédito internacional. Fue la base del auge inflacionario mundial de los años 70, que culminó finalmente con el segundo shock petrolero.

Mirado este panorama en forma retrospectiva, es obvio que los prestatarios gastaron el dinero en forma poco aconsejable. En el mejor de los casos, construyeron elefantes blancos como la represa de Itaipú en el Brasil; en el peor, lo gastaron en armamentos o lo usaron para mantener tipos de cambio cuyo alto nivel carecía de realismo, como ocurrió en los países del Cono Sur: Argentina y Chile. En esa época, no se reconoció la locura implícita en esas actitudes. Brasil fue considerado como un milagro económico, y se elogió a Chile como un dechado de virtudes monetaristas.

Los préstamos internacionales crecieron a tal velocidad que los bancos en cuestión se sobredesarrollaron; sus capitales y sus reservas no pudieron seguir el mismo ritmo que el crecimiento de sus balances. Pero la calidad de sus carteras de créditos siguió siendo sana, por lo menos en apariencia. Uno de los rasgos más llamativos de la situación era que los países prestatarios siguieron satisfaciendo las pautas tradicionales que se empleaban para determinar su confiabilidad crediticia (*creditworthiness*), aunque la carga de su deuda global crecía a un ritmo alarmante.

Los bancos utilizan ciertas *ratios* -tales como la deuda externa, los servicios de la deuda y los déficit en cuenta corriente, tomados cada uno de ellos como un porcentaje de las exportaciones- para medir la confiabilidad crediticia. La actividad de los bancos en materia de créditos internacionales puso en marcha un proceso autorreforzante y autoconvalidante, que acrecentó la capacidad de servicio de la deuda, tal como la medían esas *ratios*, con una rapidez casi igual que esa misma deuda.

La clave del proceso puede encontrarse en los tipos reales de interés muy bajos, y finalmente negativos, que prevalecieron duran-



te la década del 70. Al estar el mercado de eurodivisas al margen del control de los Bancos Centrales, su crecimiento no influyó en forma directa en la política monetaria de ningún país. Como los bancos pasaron del reciclado de los excedentes de la OPEP a la creación de crédito, la política monetaria de los Estados Unidos continuó siendo laxa. El dólar comenzó a depreciarse, y las tasas de interés no lograron mantenerse a tono con el aumento de los precios. La declinación de las tasas reales de interés redujo el costo del servicio de las deudas para los países prestatarios, e hizo que éstos parecieran más dignos de crédito. Los volvió asimismo más ávidos de contratar préstamos.

La expansión del crédito estimuló la economía mundial y apuntaló la performance de las exportaciones en todo el mundo. Los países menos desarrollados disfrutaron de una fuerte demanda de las *commodities* que exportaban; de esta manera, también sus términos del intercambio tendieron a mejorar. La combinación de tasas reales de interés declinantes, la expansión del comercio mundial, el aumento del precio de las *commodities* y el dólar en curso de depreciación alentaron a los países deudores y les permitieron elevar el volumen de sus deudas.

Este proceso autoconvalidante de expansión del crédito -para decirlo en una sola palabra, la inflación- fue poco sólido en más de un sentido. Los precios y los salarios crecieron a un ritmo acelerado. Los déficits y los superávits se perpetuaron. Los balances de los bancos se deterioraron. Una gran parte de la actividad de inversión financiada por los créditos bancarios estaba mal orientada. La confiabilidad crediticia de los deudores era ilusoria. Sin embargo, mientras el proceso se convalidó a sí mismo, la economía mundial prosperó. El consumo siguió siendo alto, al mismo tiempo que se desalentaba el ahorro mediante tasas de interés bajas o negativas. La inversión era estimulada por la disponibilidad de préstamos a bajo interés, y se produjo una fuga de los activos monetarios hacia los activos reales. La combinación de un alto consumo, grandes inventarios y una fuerte actividad de inversión generaron las características de un auge.



Este provocó el aumento de la demanda de energía. Los países de la OPEP se volvieron más ricos y necesitaron menos ingresos corrientes, mientras que las tasas reales negativas de interés hicieron más atractivo tener el petróleo bajo tierra que dinero en el banco. En este marco, los trastornos en la producción iraní en 1979 provocaron una segunda crisis y un segundo salto en el precio del petróleo.

Esta vez la reacción fue diferente. La inflación se había convertido en una preocupación dominante, especialmente en el Reino Unido y los Estados Unidos. Europa continental y Japón habían eludido los estragos de la inflación siguiendo una política monetaria más restrictiva y permitiendo que sus monedas se revaluaran. Como el precio del petróleo está fijado en dólares, su costo para Europa y Japón bajó, y al no haber inflación sus exportaciones siguieron siendo competitivas, a pesar de la revaluación de sus monedas.

El Reino Unido y los Estados Unidos, en cambio, empezaron a soportar grandes déficit presupuestarios y comerciales, y la inflación se convirtió en un grave problema. Gran Bretaña debió acudir al FMI en busca de ayuda. Los Estados Unidos, al controlar la moneda de reserva del mundo, podían mantener un proceso inflacionario con impunidad; no obstante, las consecuencias internas e internacionales de la inflación llevaron a un cambio de las preferencias políticas. El espectro de una inflación que se aceleraba predominó sobre el temor a una recesión. Como reacción al segundo shock petrolero, la política monetaria se volvió restrictiva, y siguió teniendo esa característica aun después que la economía comenzó a declinar.

En este punto haremos una pausa para analizar el auge de los préstamos internacionales como un proceso reflexivo por derecho propio. La descripción anterior contiene todos los ingredientes necesarios de una secuencia de auge/derrumbe. ¿Cuáles son? En primer lugar, debe existir una conexión reflexiva entre la tendencia subyacente y las percepciones de los participantes. Segundo, en estas últimas debe haber un defecto que influya en la tendencia subyacente a través de una conexión reflexiva. La tendencia subyacente refuerza la tenden-



cia de los participantes hasta que se alcanza un punto en que ambas se vuelven insostenibles. La tendencia subyacente parece típicamente sólida al comienzo, cuando se establece, y los defectos sólo se vuelven evidentes cuando la tendencia ya ha avanzado bastante. Hay un período a media luz, durante el cual los participantes se vuelven crecientemente recelosos y reticentes, y la tendencia pierde impulso. Finalmente, se comprende en forma fulminante que la tendencia es poco sólida e insostenible. La profecía resulta autorrealizadora y la tendencia se invierte, a menudo con consecuencias catastróficas.

En el caso de los préstamos internacionales, existen ciertas conexiones reflexivas entre los bancos y los países deudores. Los bancos utilizan determinadas *ratios* de las deudas para evaluar la capacidad de un país de tomar préstamos. Por lo general, se estimaba que esas *ratios* representaban medidas objetivas, mientras que de hecho son reflexivas. Según lo hemos visto, tanto las exportaciones como el PBI son influidos por el volumen de los préstamos internacionales de varias maneras. Por otra parte, las *ratios* de las deudas miden sólo la capacidad de pago de un país, no su voluntad de hacerlo. Para medir esta última se requiere un cálculo diferente, de carácter esencialmente político. La variable crítica no es el servicio de una deuda sino la transferencia neta de recursos, es decir, la diferencia entre ese servicio y el flujo de nuevos créditos. Hasta tanto los países deudores puedan tomar préstamos libremente, su buena voluntad para pagar no estará en duda: siempre pueden pedir prestado el dinero que necesitan para pagar los intereses. Pero no bien el flujo de los créditos se detiene, la voluntad de pago se convierte en el problema crítico. Los banqueros se negaron a enfrentar este tema durante el gran auge de los préstamos. Walter Wriston, del Citicorp, afirmó que *las naciones soberanas no quiebran*.

Según lo hemos observado, las *ratios* de las deudas siguieron siendo ampliamente satisfactorias hasta el segundo shock petrolero, y teniéndolo en cuenta, los bancos estaban ávidos de prestar. Cuando finalmente las *ratios* comenzaron a deteriorarse, los bancos comenzaron a preocuparse, y su predisposición a prestar disminuyó,



precipitando la crisis de 1982. Esta crisis hizo entrar en juego la conexión reflexiva entre las transferencias netas de recursos y la voluntad de pagar, llevando a una ruptura permanente en los préstamos voluntarios. Lo que ocurrió después será el tema del próximo capítulo. Aquí nos ocuparemos de analizar el sistema que prevaleció hasta 1982.

El motivo por el cual los bancos comerciales pudieron sostener un crecimiento tan explosivo de sus carteras de préstamos internacionales y estuvieron dispuestos a hacerlo es un tema fascinante, que será debatido acaloradamente durante muchos años. Una parte de la respuesta es que los bancos no se consideraban responsables de la solidez del sistema. La banca es un negocio intensamente competitivo, que, sin embargo, está sometido a una regulación.

La tarea de los Bancos Centrales consiste en prevenir los excesos. Los bancos comerciales operan bajo un paraguas protector; tratan de maximizar sus ganancias en el marco de las regulaciones existentes, y no se pueden dar el lujo de prestar demasiada atención a los efectos de sus actividades sobre el sistema. A un banquero que se niegue a buscar algo que parezca un negocio rentable le puede ocurrir que se lo empuje hacia un costado, y si un banco decidiera abstenerse, habría muchos otros ansiosos de tomar su lugar. Por consiguiente, aun aquellos que comprendían que el auge de los préstamos internacionales era endeble se vieron obligados a participar o a perder el espacio que ocupaban.

De esto se desprende una enseñanza importante: los participantes no podían impedir que se desarrollara un período de auge, aunque reconocieran que estaba destinado a terminar en un derrumbe. Eso se cumple para todas las secuencias de auge/derrumbe. Abstenerse por completo no es posible ni recomendable. Por ejemplo, en mi análisis de los trusts hipotecarios predije con claridad un mal fin, pero mi consejo en ese momento fue comprar, porque las acciones debían subir sustancialmente antes de desplomarse. Tal como se dieron las cosas, una cierta clase de inversores respondió prestamente. Pero aunque no lo hubiesen hecho, la secuencia de



auge/derrumbe se habría producido lo mismo, aunque con mayor lentitud.

Lo mejor que puede hacer un participante es dejar de serlo en el momento oportuno. Pero no siempre eso es posible. Por ejemplo, en un sistema de tipos de cambio flotantes, los tenedores de activos financieros tienen ante sí una opción existencial al decidir con qué moneda quedarse: no pueden evitar la tenencia de alguna moneda, salvo si compran opciones. En el caso de los préstamos internacionales, el Citicorp redujo deliberadamente su participación en el mercado en las últimas etapas del auge; pero eso no impidió que el drama se desarrollara, ni que el propio Citicorp se viera envuelto en él. Hacia el final, los bancos sabían en su mayor parte que la situación de los países deudores estaba empeorando con rapidez, pero no lograron desentenderse del problema.

La lección a aprender es que los mercados financieros necesitan ser supervisados. Sólo algún tipo de regulación, legislativa, reglamentaria o bajo la forma de una leve insinuación de un Banco Central, es capaz de impedir que las secuencias de auge/derrumbe se les vayan de las manos.

La historia de la banca central es una historia de crisis seguidas por reformas institucionales. Es realmente sorprendente que las lecciones de la crisis de la deuda internacional no hayan sido asimiladas todavía. Los paladines de la competencia no regulada son más ruidosos e influyentes que nunca. Basan su argumentación en la ineficiencia de los reguladores, y se debe admitir que tienen alguna razón. Los participantes no podrían haber impedido que el auge de los préstamos internacionales se desbocara, pero las autoridades monetarias podrían haberlo hecho. ¿Por qué no lo lograron?

No hay una respuesta contundente para esta pregunta. Los Bancos Centrales conocían el crecimiento explosivo del mercado de los eurodólares, aunque carecían de estadísticas confiables. Admitían su responsabilidad como prestamistas de última instancia, y ya desde 1975 deslindaron sus respectivas esferas de responsabilidad, pero no consideraron necesario regular el crecimiento de los



préstamos en eurodólares. ¿Por qué? El tema requiere una investigación histórica más completa que la hecha hasta ahora. Arriesgaré dos hipótesis provisionales.

Una de ellas es que los propios Bancos Centrales estaban influidos por las presiones competitivas que afectaban a los bancos comerciales sometidos a su tutela. Si hubiesen impuesto restricciones reguladoras, los bancos bajo su supervisión habrían perdido negocios en favor de otros. Sólo una acción concertada de todos los Bancos Centrales podría haber puesto bajo control el mercado en eclosión de los eurodólares. Eso habría requerido reformas institucionales, y las autoridades monetarias no reconocieron la necesidad de hacerlas. Por lo general, las reformas se producen después de una crisis, no antes. Es aquí donde entra en juego la segunda hipótesis. Sostengo que los propios Bancos Centrales actuaban bajo la influencia de una ideología falsa. Era una época en que el monetarismo estaba ganando terreno entre los banqueros centrales. El monetarismo sostiene que la inflación es una función de la moneda y no del crédito. Si el monetarismo es válido, lo que se debe regular es la oferta monetaria, no el crecimiento del crédito. En consecuencia, no hacía falta interferir en el mercado de los eurodólares: mientras los Bancos Centrales regularan su propia oferta monetaria, el mercado se regularía a sí mismo.

El tema es enigmático, y no puedo afirmar que lo comprendo plenamente. La moneda aparece en un lado del balance de los bancos, y el crédito, en el otro. Milton Friedman nos dice que la columna del dinero es la que cuenta, porque la otra es determinada por la del dinero (2). La teoría de la reflexividad me induce a creer que su teoría es errónea. Creo que las dos columnas influyen reflexivamente una sobre otra, y que el sueño de Friedman de controlar la oferta monetaria resulta escasamente práctico. Carezco de competencia suficiente para medirme con él, pero puedo señalar las pruebas empíricas, que muestran que la oferta monetaria fracasa siempre en comportarse según los deseos de los reguladores.

Nunca se ha determinado qué papel desempeñó el crecimiento



del mercado de eurodólares en la inflación mundial de los años 70.

No sabemos en qué medida la contracción de los préstamos internacionales es responsable de las presiones deflacionarias que parecen dominar la economía mundial en la actualidad. Creo firmemente que tanto la expansión como la contracción de los préstamos internacionales han ejercido importantes influencias sobre la economía mundial, pero mi punto de vista está lejos de ser generalmente aceptado, y el tema ha quedado sin resolver hasta el día de hoy. Si mi punto de vista fuera correcto, el volumen del crédito internacional debería ser un factor importante al llegar el momento de fijar las políticas económicas. Las autoridades cometieron un grave error al permitir que la situación se les escapara de las manos a fines de la década del 70. La crisis de 1982 es tanto un fracaso de la regulación como un fracaso del mercado libre.

Volveremos a este tema más adelante. La imperfección tanto de los mercados regulados como de los libres es uno de los temas principales de este libro. Ahora nos corresponde encarar el nuevo sistema de préstamos internacionales que se desarrolló como respuesta a la crisis de 1982.







# 6

## EL SISTEMA COLECTIVO DE PRÉSTAMOS

**N**o se puede dudar de que sin la intervención activa e imaginativa de las autoridades, la crisis de la deuda internacional habría llevado al colapso del sistema bancario, con consecuencias desastrosas para la economía mundial. La última vez que había ocurrido un colapso de ese tipo había sido en los años 30. A causa de esa experiencia se estableció un marco institucional, que recibió el mandato de prevenir la reaparición del mismo proceso. Por ende, es inconcebible que se haya permitido que los acontecimientos se desarrollaran sin intervención. Es la forma asumida por la intervención la que generó una situación sin paralelo en la historia.

El marco institucional otorga a los Bancos Centrales la autoridad -y la obligación- de actuar como prestamistas de última instancia. Pero el problema de la deuda era demasiado grande como para que se pudiera manejar proporcionando liquidez a los bancos. Las sumas que estaban en juego excedían en mucho el propio capital de los bancos; si se hubiera permitido que los países en cuestión entraran en cesación de pagos, el sistema bancario se habría vuelto insolvente. Por eso los Bancos Centrales sobrepasaron su papel tradicional, y se unieron para sacar de apuros a los países deudores.

En 1974 se había establecido un antecedente, en cierto modo, cuando el Banco de Inglaterra decidió apoyar los llamados bancos



marginales, que estaban fuera de su esfera de responsabilidad, antes que permitir que los bancos de clearing, de los cuales los marginales habían recibido cuantiosos préstamos, quedaran bajo sospecha. Pero la crisis de 1982 representó la primera oportunidad en que la estrategia de efectuar un salvataje de los deudores fue aplicada en escala internacional.

Los Bancos Centrales no tenían facultades suficientes para llevar a cabo semejante estrategia, y se necesitaron arreglos improvisados, en los cuales participaron los gobiernos de todos los países acreedores y el FMI desempeñó un papel clave. Se armó un paquete de salvamento para un país después de otro. Los bancos comerciales extendieron en forma característica sus compromisos, las instituciones monetarias internacionales inyectaron dinero fresco y los países deudores aceptaron programas de austeridad destinados a mejorar sus balances de pagos.

En la mayor parte de los casos, los bancos comerciales debieron igualmente proporcionar dinero adicional, para que los países deudores pudieran cancelar sus pagos de intereses. Los paquetes de salvamento constituyeron una notable hazaña en materia de cooperación internacional. Los participantes incluyeron el Fondo Monetario Internacional, el Banco de Ajustes Internacionales, un cierto número de gobiernos y Bancos Centrales, y una cantidad mucho mayor de bancos comerciales. En el caso de México, por ejemplo, participaron más de 500 bancos comerciales. Me referiré a los participantes como *el Colectivo*.

El proceso se repitió varias veces en poco tiempo. La historia de lo que ocurrió realmente se prestaría para un relato fascinante, pero aquí deberemos limitarnos a examinar el desenlace.

En muchos aspectos, el sistema de préstamos que emergió de la crisis representa el polo opuesto del sistema que se derrumbó en 1982. El sistema anterior era competitivo: los bancos prestaban de buena gana, en busca de ganancias y en aguda competencia entre sí. El nuevo sistema tiene un carácter cooperativo: los bancos prestan bajo presión, en la esperanza de proteger sus activos ya compromete-



tidos, y actúan en forma conjunta con otros bancos a tal efecto. El sistema anterior era reflexivo en un sentido positivo: la predisposición y la capacidad de prestar de los bancos reforzaban la capacidad y la predisposición para el pago de los países deudores, y viceversa. En la situación actual, la reflexividad opera en sentido opuesto: la incapacidad y la falta de predisposición de los bancos para prestar y la incapacidad y la falta de predisposición de los países deudores para pagar se refuerzan mutuamente.

El sistema no habría podido sobrevivir sin que los diversos participantes cooperaran activamente para impedir un colapso. La acción de los prestamistas significa conceder nuevos créditos para permitir a los países deudores que paguen los servicios de la deuda existente; la acción de los prestatarios consiste en aceptar programas de austeridad que mantengan en un nivel mínimo el monto de los nuevos créditos necesarios. Cuál es ese mínimo depende de delicadas negociaciones entre los prestamistas y los prestatarios. El FMI ha asumido la conducción de estas negociaciones, aunque por lo general los países son reacios a permitir que desempeñe un papel permanente en el monitoreo de los acuerdos.

El sistema es altamente precario, porque requiere que tanto los prestamistas como los prestatarios dejen de lado sus estrechos intereses propios para seguir formando parte del sistema. En el caso de los deudores, el sacrificio se mide por las transferencias negativas de recursos; en el caso de los bancos, por el monto de los nuevos créditos extendidos. Sin embargo, el sacrificio no es simétrico, porque los prestatarios pagan intereses sobre los créditos recién concedidos, mientras que los prestamistas los reciben. Solamente si los bancos eximieran del pago una parte de los intereses o del capital sufrirían una pérdida real. Pero el sistema Colectivo de préstamos se basa en el principio de que la integridad de la deuda debe ser preservada: ése es el principio que lo mantiene unido.

Por desgracia, queda sin resolver un problema crucial: los países deudores necesitan concesiones para pagar el servicio de sus deudas, pero cada concesión aumenta sus obligaciones futuras.



Reconociendo el problema, los bancos están construyendo reservas para las deudas impagas, pero no se ha encontrado la forma de transferir esas reservas a los países deudores sin destruir el principio que preserva la unidad del Colectivo.

El sistema Colectivo de préstamos vino al mundo sin planificación y sin anuncios. Fue transitorio desde el comienzo, y está destinado a desembocar en algo distinto. La pregunta más interesante que se puede formular sobre él es: *¿cuál será su desenlace, en definitiva?* Por desgracia, no es una pregunta que se pueda contestar en forma satisfactoria. Por un lado, los procesos reflexivos carecen de un desenlace predeterminado: éste se determina en el curso mismo del proceso. Por otro lado, la propia predicción puede influir en el desenlace. En este caso, la esperanza de que los Colectivos cumplan su misión constituye una de las fuerzas principales que los mantiene juntos; cualquier declaración que tenga relación con esa esperanza se transforma inmediatamente en parte de la situación a la cual se refiere, de tal modo que resulta imposible que la discusión mantenga un carácter objetivo. No obstante, la pregunta es apremiante. ¿Puede mi enfoque contribuir a proporcionar una solución? ¿Y puede una respuesta contribuir al desarrollo de la teoría de la reflexividad?

Publiqué dos comunicaciones (1) -una en julio de 1983 y otra en marzo de 1984- en las cuales traté de analizar el problema de las deudas internacionales empleando una teoría de la reflexividad, aunque sin enunciarla específicamente. Esto es lo que dije [con modificaciones menores]:

Para los países altamente endeudados, el colapso de los préstamos voluntarios ha forzado un drástico reajuste, que puede ser dividido en cuatro fases: en la primera, las importaciones disminuyen; en la segunda, las exportaciones aumentan. Durante las dos primeras fases, la actividad económica interna se vuelve más lenta. En la tercera, esta actividad se recupera, y tanto las importaciones como las exportaciones aumentan. En la cuarta fase, el avance del PBI y de las exportaciones supera el aumento del servicio de la deuda, y el ajuste queda completado.



La primera fase es involuntaria. Cuando se detiene el flujo de créditos, el corte en las importaciones elimina automáticamente el déficit comercial. Los niveles de vida se reducen, puede trastornarse el proceso productivo, y el país se hunde en la depresión. El monto de los préstamos pedidos al Colectivo queda determinado por la incapacidad del país deudor de generar con rapidez un excedente comercial suficiente para cubrir los servicios de la deuda.

El ajuste real comienza en la segunda fase. La moneda se devalúa en términos reales, y los recursos productivos, llevados a la ociosidad, se reorientan hacia la exportación. El balance comercial mejora, y simultáneamente lo hace la capacidad de atender el servicio de la deuda. En este momento la predisposición a pagar y prestar se hace crucial. El país en cuestión debe aumentar sus importaciones para sostener la recuperación interna, para lo cual debe reducir el monto disponible para la transferencia negativa de recursos. Si se supera esa valla, comienza la tercera fase.

La recuperación interna vuelve más aceptable la transferencia de recursos. A medida que la economía se expande, la confiabilidad crediticia del país comienza a mejorar, a condición de que las exportaciones crezcan con mayor rapidez que el PBI. Cuando eso ocurra, el proceso de ajuste habrá terminado. Del lado de los prestamistas, los Colectivos operan con una crónica escasez de recursos. Los bancos comerciales pueden ser divididos en dos categorías: aquellos cuya existencia misma está en juego, y aquellos que sólo están comprometidos marginalmente. La primera categoría constituye el núcleo del Colectivo. Se puede contar con ellos para que participen, pero su capacidad de hacerlo es limitada. Los miembros marginales necesitan una mayor dosis de persuasión. A medida que la sensación de urgencia disminuye, los marginales desean retirarse, dejando solos a los bancos mayores para que proporcionen el flujo de créditos frescos que se necesita.

Pero estas categorías son flexibles. Los grandes bancos de los Estados Unidos, el Reino Unido y Japón seguirán siendo siempre miembros del núcleo central; los bancos regionales estadounidenses y muchos bancos de Europa continental son marginales desde el comienzo. En el espacio entre ambos grupos, hay muchos bancos cuya existencia está en juego hoy, pero que después de un cierto plazo pueden reunir reservas suficientes para ser considerados como marginales en el futuro. A causa de la reducción real o potencial del número de miem-



bro, los recursos de los Colectivos seguirán estando en plena tensión. No pueden satisfacer las demandas que se les hacen sin inyectar fondos adicionales, provenientes de las instituciones internacionales de crédito, pero también estas últimas están totalmente tensas. Por tal motivo, los Colectivos tienden a presionar en busca de una transferencia máxima de recursos, lo cual hace difícil superar la valla existente entre la segunda fase y la tercera.

Mi conclusión era que el sistema Colectivo de préstamos *es un sistema que nace de la emergencia. Requiere condiciones de emergencia para sobrevivir, y está estructurado de tal modo que genera las condiciones de emergencia que se necesitan para mantenerlo en existencia.*

En su conjunto, este marco analítico soportó la prueba del tiempo, aunque mirándolo en forma retrospectiva percibo que cometí dos graves errores. En primer término, alegué que los países deudores estaban dispuestos a tolerar transferencias negativas de recursos por dos razones: (1) para mantener su acceso a los mercados de capitales, y (2) para evitar el embargo de sus activos. Descuidé el examen de la razón más importante: (3) mantener el acceso a los mercados de exportación. Con mercados internos en ruinas, la amenaza de un cierre de los mercados de exportación era poderosa.

La Argentina era el país mejor ubicado para superar un embargo, porque en su mayor parte sus exportaciones son bienes perecederos, pero incluso la Argentina vende muchos productos, como calzados y acero, destinados a mercados específicos. Por otra parte, el recién elegido gobierno argentino no quería quedar aislado del mundo occidental y estaba decidido a evitar un efecto Malvinas económico. Por tal motivo, la amenaza de una cesación de pagos nunca llegó a ser tan seria como yo esperaba.

En mi análisis, no puse mucho énfasis en los dos primeros motivos. En cuanto al libre acceso a los mercados de capitales, sostuve que el sistema de préstamos prevaleciente antes de 1982 había desaparecido definitivamente.



Ese sistema se basaba en ciertos conceptos erróneos, que habían sido reconocidos como tales. La tendencia positiva había sido reemplazada por otra negativa, y requeriría mucho tiempo superar esa situación. Los acontecimientos han confirmado este análisis: los préstamos bancarios a los países menos desarrollados están muy por debajo de las proyecciones. En cuanto al embargo de los activos, lo descarté como una amenaza más o menos vacua. Desde entonces, este punto de vista ha quedado plenamente documentado (2). Al haber ignorado el tercer motivo, que es el más potente, llegué a la conclusión de que *el único camino para asegurar que los países deudores cumplirán con sus deudas consiste en poner a su disposición créditos en cantidades que se aproximen a sus obligaciones para el servicio de sus deudas.*

Esta conclusión era falsa. En 1984 hubo que anticipar menos de la mitad de los intereses bajo la forma de nuevos créditos, y una gran parte de éstos provino de fuentes que no eran los bancos comerciales. Como resultado, el drenaje de efectivo sobre los bancos comerciales fue menos grave del que yo había previsto, y la tensión entre los miembros del núcleo central y los marginales nunca llegó al punto de ruptura.

Mi segundo error consistió en subestimar la capacidad de los países deudores para aumentar sus exportaciones. La economía mundial resultó mucho más fuerte de lo que yo esperaba, por razones que serán examinadas en el próximo capítulo. El Brasil, en especial, produjo un superávit comercial mucho mayor del que yo había esperado. La meta oficial para 1984 era de 9.000 millones de dólares; la cifra real superó los 12.000 millones. El vigor de las exportaciones llevó a una modesta recuperación interna, y permitió al Brasil ingresar en la Fase 3.

Estos dos errores, tomados en su conjunto, eran suficientes para volver indebidamente pesimista mi análisis. En febrero de 1984, afirmé que *es crecientemente improbable que se puedan realizar muchos avances en la Fase 3, y la Fase 4 parece crecientemente inalcanzable bajo el sistema actual.* Sin embargo, en 1985 varios de



los principales deudores habían entrado en la Fase 3, y pareció que se había superado lo peor. Luego vino la precipitada caída de los precios del petróleo en 1986, y México se convirtió en una víctima.

Se podría atribuir la emergencia a causas externas, pero los acontecimientos recientes en el Brasil son mucho más inquietantes. Como resultado del Plan Cruzado, la economía se recalentó rápidamente, y el balance comercial internacional se resintió en forma peligrosa. Sin embargo, más adelante el gobierno comenzó a refrenar la economía. Aun así, es evidente que las consideraciones de política interna tienen precedencia sobre las obligaciones relativas a las deudas internacionales, y probablemente 1987 será un año de crisis en las negociaciones de la deuda del Brasil.

Las posiciones se han suavizado considerablemente por parte de los países acreedores. En el plan que lanzó en la reunión de Seúl en octubre de 1985, James Baker, Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, reconoció la necesidad del crecimiento interno en los países deudores. Posteriormente, el Plan Bradley propició en forma explícita la condonación de una parte de los intereses y del capital de la deuda acumulada. El hecho es que los excedentes comerciales de los países deudores se han vuelto molestos para los Estados Unidos. Los bancos tienen una mejor estructura de las reservas que hace unos pocos años, de tal modo que 1987 podría verosímilmente traer algún grado de protección, junto con una cierta dosis de condonación de préstamos. Si la experiencia de los cinco últimos años puede servir de guía en alguna medida, los cambios no serán bastante radicales para causar una ruptura del sistema.

Si bien era defectuoso en sus detalles, mi marco analítico continúa siendo válido en sus lineamientos generales. No es un proyecto para un ajuste con éxito, sino más bien un modelo para sobrevivir a la quiebra. Según lo hemos visto, el sistema Colectivo sólo se mantiene unido por la amenaza de un colapso. Tal como lo veremos, ésta es una característica de muchos arreglos que han prevalecido desde 1982.



# 7

## EL CÍRCULO IMPERIAL DE REAGAN\*

**E**n la época de la crisis de la deuda internacional yo trabajaba con un modelo bastante tosco y no desarrollado de expansión y contracción del crédito, similar a una secuencia de auge/derrumbe en la Bolsa. Pensaba que 1982 representaría el fin de un período de expansión mundial del crédito, y no preví la emergencia de los Estados Unidos como el *prestamista de última instancia*.

El grande y creciente déficit del presupuesto de los Estados Unidos emergió como la consecuencia no deseada de objetivos de política que estaban en conflicto entre sí. Por una parte, el presidente Reagan intentaba reducir el papel del gobierno federal en la economía rebajando los impuestos; por la otra, quería asumir una postura militar fuerte, enfrentando lo que consideraba la amenaza comunista. Estos dos objetivos no podían ser perseguidos en el marco de las restricciones de un presupuesto equilibrado.

Para empeorar aún más las cosas, las políticas fiscales y monetarias eran dominadas por dos escuelas de pensamiento en pugna. La

\* Este capítulo, terminado en agosto de 1985, no ha sido actualizado. La evolución de los acontecimientos desde entonces es tratada en el experimento en tiempo real (Tercera Parte).



política fiscal estaba bajo la influencia de la teoría económica ofertista (*supply-side*), mientras que la política monetaria era orientada por los preceptos del monetarismo.

Los ofertistas creían que una rebaja en los impuestos tendría un efecto tan estimulante sobre la producción y a la vez sobre la disposición a pagar impuestos, que la economía podría crecer a un ritmo rápido, sin exacerbar la inflación; creían también que el presupuesto volvería al equilibrio mediante ingresos impositivos más altos. Era una línea de razonamiento reflexiva de pies a cabeza, y contenía graves defectos, como ocurre habitualmente con esa forma de razonar. Su validez dependía de su aceptación universal; por consiguiente, era un planteo a todo o nada. En una democracia que funciona por la vía del compromiso, tales planteos raras veces prevalecen. En este caso concreto, las probabilidades de éxito eran particularmente escasas, porque había otra importante escuela de pensamiento que influía en la política gubernamental.

Los monetaristas sostenían que el objetivo primordial consistía en poner bajo control la inflación. Con este fin, la oferta monetaria debía ser regulada estrictamente. En lugar de controlar las tasas de interés de corto plazo, como lo había hecho hasta entonces, la Reserva Federal fijó metas para la oferta monetaria, y permitió que la tasa sobre los fondos federales fluctuara libremente. La nueva política de la Reserva Federal fue presentada en octubre de 1979, y las tasas de interés ya habían subido a niveles récord cuando el presidente Reagan asumió su cargo. En su primer presupuesto, Reagan rebajó los impuestos y simultáneamente elevó los gastos militares. Aunque se realizó un esfuerzo concertado para reducir los gastos internos, los ahorros no fueron suficientemente grandes para compensar los otros dos rubros. La línea de menor resistencia, en suma, llevó a un gran déficit fiscal.

Como el déficit del presupuesto debía ser financiado en el marco de las estrictas metas de la oferta monetaria, las tasas de interés se elevaron a niveles sin precedentes. En lugar de una expansión económica, el conflicto entre la política fiscal y la monetaria pro-



vocó una grave recesión. Las tasas inesperadamente altas de intereses se combinaron con la recesión para precipitar la crisis de las deudas internacionales de 1982. Henry Kaufman había advertido hacía mucho tiempo que los déficit gubernamentales expulsarían a otros prestatarios del mercado (1). Demostró tener razón, pero fueron los gobiernos extranjeros los primeros en ser expulsados, no los usuarios norteamericanos del crédito.

La Reserva Federal reaccionó ante la crisis mexicana de agosto de 1982 relajando su control de la oferta monetaria. El déficit del presupuesto comenzaba precisamente a acelerarse. Soltados los frenos, la economía despegó y la recuperación fue tan vigorosa como grave había sido la recesión anterior. Se vio apoyada por una oleada de compras tanto del público como de las empresas y estimulada por el sistema bancario. Los gastos militares se estaban multiplicando; el público disfrutaba de crecientes ingresos reales; el sector empresario se beneficiaba con una acelerada depreciación de sus activos y otras concesiones impositivas. Los bancos estaban ansiosos de prestar fondos, porque prácticamente cualquier nuevo préstamo mejoraba sus carteras de clientes.

La demanda proveniente de todas estas fuentes era tan fuerte que las tasas de interés, después de una declinación inicial, se estabilizaron en niveles históricamente altos, y con el tiempo comenzaron a subir de nuevo. Los bancos pujaron agresivamente por captar depósitos, y los titulares de activos financieros pudieron obtener retornos de los bancos aún mayores que los logrados con la tenencia de obligaciones estatales. Los capitales extranjeros se vieron atraídos en parte por los altos retornos sobre los activos financieros y en parte por la confianza que les inspiraba el presidente Reagan. El dólar se fortaleció, y una moneda que se consolidaba, combinada con un diferencial positivo en las tasas de interés, volvió irresistible el movimiento hacia la divisa estadounidense. El dólar fuerte impulsó las importaciones, que contribuyeron a satisfacer la demanda excedente y a mantener bajo el nivel de los precios. Se puso en marcha de este modo un proceso de autorrefuerzo, en el cual una



economía fuerte, una moneda fuerte, un gran déficit del presupuesto y un gran déficit comercial se reforzaron el uno al otro para producir un crecimiento no inflacionario. He designado esta relación circular como el *Círculo Imperial de Reagan*, porque financió una fuerte posición militar atrayendo tanto bienes como capitales del exterior. Esto hizo que el círculo fuera virtuoso en el centro y vicioso en la periferia.

Se puede observar que el *Círculo Imperial* se erigía sobre una contradicción interna entre el monetarismo y la teoría económica del *supply side*. El desenlace no fue deseado, ni siquiera previsto. Muchas evoluciones históricas trascendentes ocurren sin que los participantes comprendan plenamente lo que está sucediendo. La enorme transferencia de recursos a los países menos desarrollados que se produjo entre 1974 y 1982 no podría haberse realizado de una manera planificada y organizada y, tal como lo vimos, el sistema Colectivo vino al mundo sin que nadie se lo propusiera ni lo anunciara.

Los economistas profesionales, en su mayoría, no consideraban posible que apareciera o sobreviviera un círculo virtuoso, pero el presidente, a pesar de sus limitaciones intelectuales, pareció haber comprendido lo que era factible mejor que sus asesores económicos. Después de todo, el proceso reflexivo encajaba bien en su concepto del liderazgo, que era, desde luego, un concepto reflexivo por excelencia. Por ende, Reagan se conformó con rendir homenaje, de labios afuera, a la deseabilidad de equilibrar el presupuesto, hizo caso omiso de Martin Feldstein y con el tiempo se deshizo de él, y dejó que el déficit se las arreglara por sí solo. Los europeos se quejaron del dólar fuerte -aunque el motivo no está del todo claro- pero la administración norteamericana insistió en una política de benigna o benévola negligencia (*benign neglect*).

Pero un círculo benigno (o virtuoso) para los Estados Unidos era un círculo vicioso para las naciones deudoras. El déficit comercial de los Estados Unidos se reflejó en los superávits comerciales de otros países. En la medida en que una fuerte *performance* en mate-



ria de exportaciones permitió a países altamente endeudados pagar sus intereses, se puede considerar beneficioso el efecto; pero aun en este caso los beneficios corresponden a los prestamistas. Por lo demás, las naciones deudoras padecieron altas tasas reales de interés y términos del intercambio muy desfavorables. Los dólares son baratos cuando se los recibe en préstamo, pero caros cuando se deben pagar los intereses. Además, la pugna por exportar deprime los precios de las *commodities* exportadas.

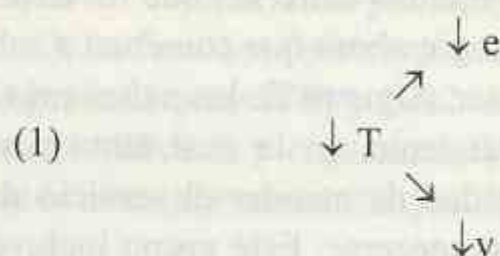
Si bien el desempeño externo de los países deudores superó la mayor parte de las expectativas, el desempeño interno fue mucho menos satisfactorio. Algunos no demostraron prácticamente el menor signo de recuperación, e incluso entre los que tuvieron más éxito el ingreso *per cápita* se rezagó; ahora que comenzó a subir, el excedente comercial empezó a caer. Algunos de los países más débiles soportaron una espiral descendente, en la cual tanto sus economías internas como su capacidad de atender el servicio de sus deudas se deterioraron hasta desvanecerse. Este grupo incluyó una gran parte de Africa y algunos países de América Latina y el Caribe, como Perú y la República Dominicana.

En cuanto a los países más desarrollados, las crecientes exportaciones a los Estados Unidos tuvieron un efecto estimulante, pero la reacción resultó muy contenida. Las empresas demostraron ser reacias a aumentar en cualquier escala su capacidad, porque temían, en forma justificada, que el dólar declinara precisamente cuando su capacidad alcanzara su mayor nivel. En cambio, mantener activos financieros en dólares ejerce una atracción casi irresistible. El fenómeno puede ser advertido especialmente en Gran Bretaña, donde las oscilaciones de la moneda fueron singularmente violentas. Toda Europa ha estado languideciendo con un alto desempleo y un escaso crecimiento, y se ha puesto de moda hablar de la euroesclerosis. El lejano Oriente ha demostrado un dinamismo mucho mayor, gracias al ímpetu de los países recién industrializados y a la apertura de China. Japón ha sido el mayor beneficiario de la situación actual. Su posición es casi la imagen en el espejo de la norteamericana, con un



gran superávit de las exportaciones y fuertes ahorros internos, compensados por la exportación de capitales.

Intentemos analizar el Círculo Imperial de Reagan con la ayuda de las herramientas analíticas que hemos elaborado hasta ahora. Utilizaremos la notación adoptada en el Capítulo 3. Los cuatro elementos clave son una economía fuerte ( $\uparrow v$ ), una moneda fuerte ( $\uparrow e$ ), y un creciente déficit tanto fiscal ( $\downarrow B$ ) como comercial ( $\downarrow T$ ). A primera vista, entre estas cuatro variables existen algunas contradicciones obvias. La teoría económica convencional nos dice que un déficit comercial creciente ( $\downarrow T$ ) tiende a deprimir a la vez el tipo de cambio ( $\downarrow e$ ) y el nivel de la actividad interna ( $\downarrow v$ ):



Pero el Círculo Imperial se las ingenió para superar estas relaciones causales con la ayuda de otras dos variables: el déficit del presupuesto y los flujos de capital hacia los Estados Unidos. La economía se fortaleció porque el estímulo del déficit fiscal pesó más que el arrastre del déficit comercial. Desde luego, sobre la actividad económica influyen muchos otros factores. Introducirlos todos en el cuadro complicaría indebidamente el análisis. Lo que importa es el resultado final: una economía fuerte. Para que el cuadro siga siendo simple, indicaremos el efecto neto de todos los demás factores con un signo de interrogación (?), lo cual nos da la fórmula:

$$(2) \quad (\downarrow B + ?) > (\downarrow T + ?) \rightarrow \uparrow v$$

De manera similar, el dólar se valorizó porque los flujos de capitales  $-\downarrow (N + S)-$  superaron el déficit comercial:



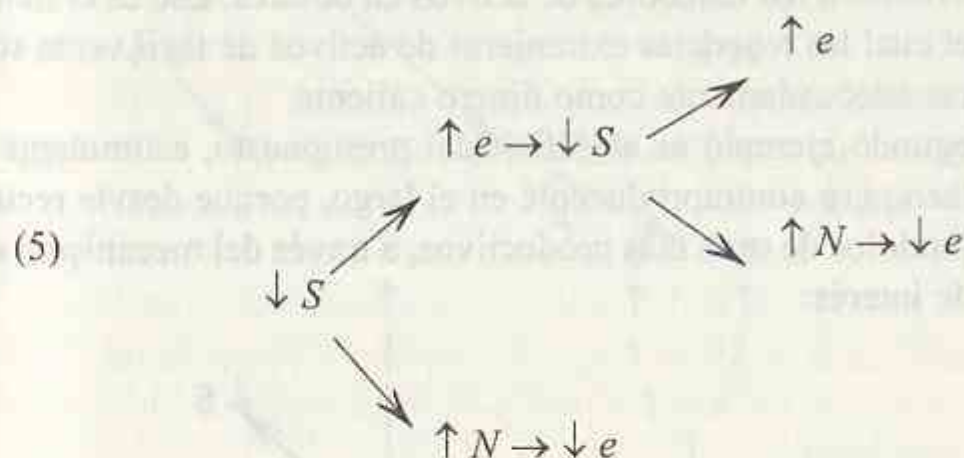
$$(3) \quad \downarrow T < \downarrow (N + S) \rightarrow \uparrow e$$

Estas dos relaciones son los puntales del Círculo Imperial.

Hay muchas otras relaciones en juego, tantas que sería pesado citarlas todas. Algunas refuerzan el Círculo Imperial; otras operan contra él, otras más lo refuerzan a corto plazo pero son insostenibles a largo plazo. La conexión autorreforzante más importante es la que se establece entre el tipo de cambio y los flujos especulativos de capitales:

$$(4) \quad \uparrow e \rightarrow \downarrow S \rightarrow \uparrow e \rightarrow \downarrow S$$

Ya hemos identificado dos conexiones que operan contra el Círculo Imperial (Ecuación 1), y aquí podemos mencionar dos conexiones que se autorrefuerzan a corto plazo, pero resultan insostenibles a largo plazo. En primer término, en tanto que los flujos especulativos de capitales son autorreforzantes a corto plazo, generan también obligaciones en materia de intereses y de reembolso que son acumulativas y operan en sentido opuesto.



Finalmente, el creciente servicio de la deuda ( $N$ ) está destinado a minar la relación sobre la cual se basa el Círculo Imperial, y la tendencia del tipo de cambio se va a invertir:

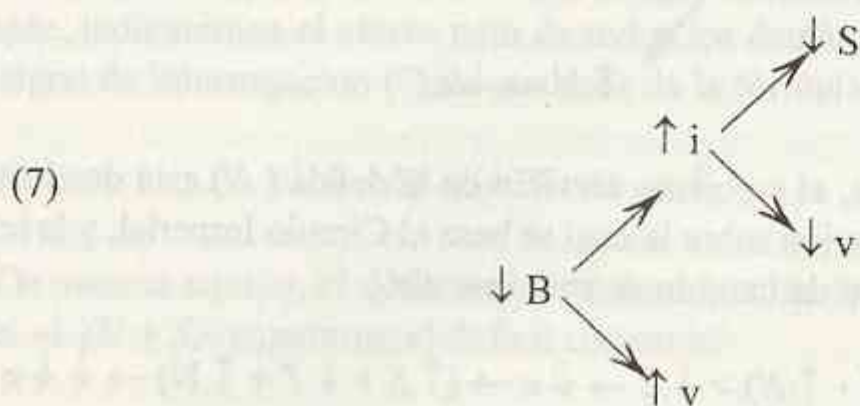
$$(6) \quad (\downarrow T + \uparrow N) > \downarrow S \rightarrow \downarrow e \rightarrow (\uparrow S + \downarrow T + \uparrow N) \rightarrow \downarrow \downarrow e$$



En ese momento, el servicio de la deuda y la fuga del capital especulativo podría combinarse con el déficit comercial, para generar un colapso catastrófico del dólar. Los funcionarios de los Bancos Centrales, Volcker en primer término, tienen conciencia del peligro y hacen advertencias públicas al respecto (2). Poniendo el tema en perspectiva, serían necesarios muchos años para que las cargas de los intereses se acumularan hasta tal punto que pudieran invertir el saldo. Lo probable es que el Círculo Imperial quedará cancelado o por lo menos detenido mucho antes. Volcker y otros funcionarios responsables del gobierno están sin duda trabajando con ese objetivo.

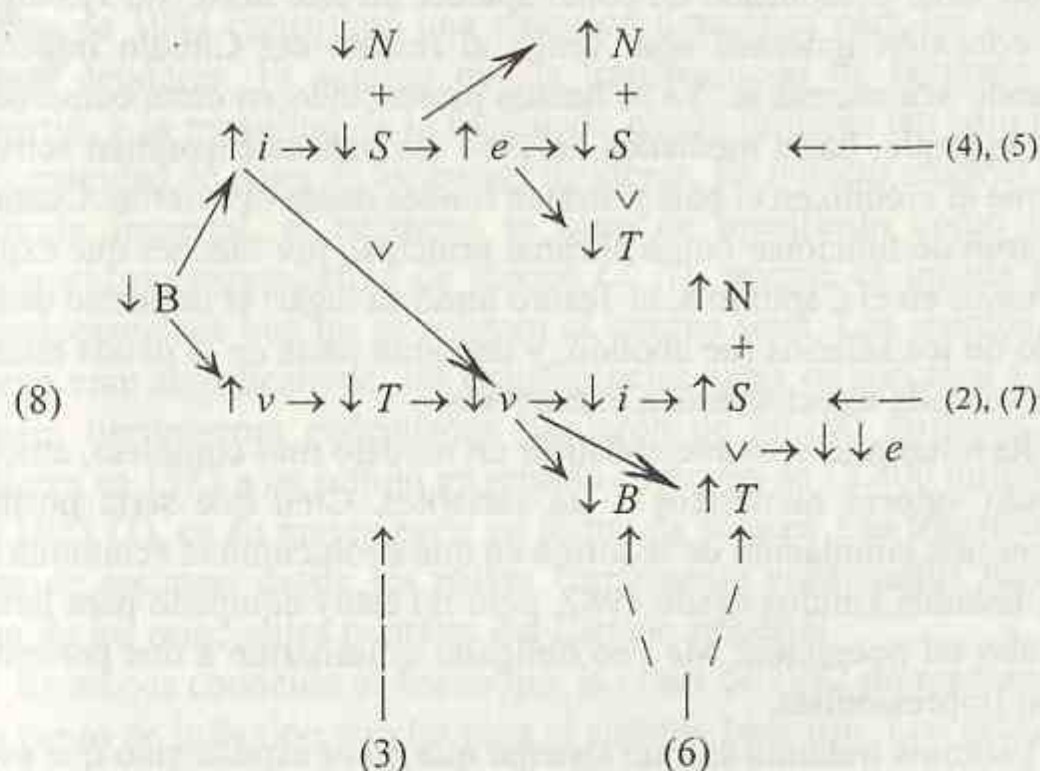
La cuestión crucial que enfrenta el mundo consiste en saber si el Círculo Imperial puede ser detenido sin precipitar un colapso catastrófico del dólar. Cuanto más dure, y cuanto más trepe el dólar, tanto mayor será el peligro de un derrumbe. El problema consiste en que una inversión bien definida en la tendencia del dólar podría, aun en esta etapa, provocar un desplazamiento no sólo en el flujo de inversiones en curso, sino también en el stock acumulado de capitales especulativos. Este problema es ampliamente conocido, y pone muy nerviosos a los tenedores de activos en dólares. Ese es el motivo por el cual las tenencias extranjeras de activos de fácil venta son descriptas adecuadamente como dinero caliente.

El segundo ejemplo es el déficit del presupuesto, estimulante a corto plazo pero contraproducente en el largo, porque desvía recursos, alejándolos de usos más productivos, a través del mecanismo de la tasa de interés:





Mientras las altas tasas de interés succionan capitales desde afuera, el problema permanece latente. Con la ayuda de los ahorros externos, la economía interna puede consumir más de lo que produce. El problema sólo se vuelve agudo cuando la afluencia de capitales deja de compensar el déficit fiscal. Las tasas de interés deben subir para atraer los ahorros internos necesarios para financiar ese déficit. La consiguiente declinación del consumo deprime la economía, haciendo que los extranjeros estén menos dispuestos que nunca a mantener activos en dólares. Esto puede dar lugar a un escenario de desastres, en el cual se combinan una economía débil y un gran déficit fiscal para producir altas tasas de interés y un dólar débil. Podemos combinar estas relaciones para crear un modelo integrado del Círculo Imperial:



En este modelo, uno de los puntales del Círculo Imperial, la Ecuación 2, es mostrado horizontalmente, y el otro, la Ecuación 3, en forma vertical. Se advertirá que el modelo no es estable: algunas conexiones lo refuerzan, en tanto que otras lo minan. Los factores



mejor reforzados son los flujos especulativos y el déficit comercial; el factor más en peligro es el nivel de la actividad económica. Las principales amenazas a la estabilidad del Círculo Imperial provienen del déficit comercial y del fiscal. Los pilares gemelos de este dispositivo son un dólar fuerte y una economía fuerte; pero un dólar fuerte lleva a un déficit comercial creciente, que debilita la economía, y el déficit fiscal mantiene las tasas de interés más altas de lo que serían de otra manera, lo cual debilita igualmente la economía. Estas son las inconsistencias internas que probablemente destruirán el Círculo Imperial mucho antes de que lo haga la acumulación de las obligaciones del servicio de la deuda.

Resulta innecesario señalar que este modelo es incompleto. Hay muchas conexiones que no se muestran; de todas maneras, el cuadro es bastante complicado tal como aparece en este libro. Tal vez alguna conexión ignorada aquí venga al rescate del Círculo Imperial cuando sea necesario. Ya lo hemos presenciado en otras ocasiones. Por ejemplo, hasta mediados de 1984 los bancos expandían activamente el crédito en el país y atraían fondos desde el exterior. Cuando dejaron de funcionar como el canal principal, por razones que explicaremos en el Capítulo 8, el Tesoro tomó su lugar: el impuesto deducido de los salarios fue abolido, y una gran parte de la deuda estatal fue vendida directamente a extranjeros.

Resultaría interesante construir un modelo más completo, atribuyendo valores numéricos a las variables. Creo que sería posible hacer una simulación de la forma en que evolucionó la economía de los Estados Unidos desde 1982, pero no estoy equipado para llevar a cabo tal operación. Me veo obligado a limitarme a una presentación impresionista.

Estamos tratando con un sistema que no es estable sino que evoluciona en forma constante. ¿Qué otro modelo sucederá al Círculo Imperial? Esa es la cuestión que debe ser contestada. Antes de que intente hacerlo, permítanme completar el cuadro observando más de cerca el sistema bancario y la reestructuración empresarial que se ha desencadenado actualmente en todo el país.



# 8

## LA EVOLUCIÓN DEL SISTEMA BANCARIO

**S**e reconoce, en general, que la crisis de la deuda internacional de 1982 constituyó una situación dramática para los países deudores. El sentido de las transferencias de recursos se invirtió, y la magnitud de la oscilación quedó limitada tan sólo por la capacidad de pago de los países deudores. En nuestro modelo del Círculo Imperial, el balanceo se puso de manifiesto como una afluencia no especulativa de fondos ( $\uparrow N$ ), porque es guiada por consideraciones que no se refieren al retorno total. Los montos en juego eran significativos: las transferencias netas de recursos a los países fuertemente endeudados oscilaron de 50.100 millones de dólares en 1982 a un reflujo en sentido contrario de 13.800 millones en 1983 (1), en su mayor parte en forma de dólares. Las transferencias de recursos desde los países fuertemente endeudados fueron uno de los principales puntales del Círculo Imperial.

Es menos conocido el hecho que la crisis de 1982 no representó un punto de inflexión similar para el sistema bancario. Los grandes bancos estaban demasiado profundamente comprometidos para poder invertir el sentido del proceso. Si hubiesen dejado de otorgar préstamos por completo, los países fuertemente endeudados habrían entrado en cesación de pagos. Si hubiesen intentado establecer reservas adecuadas, sus posiciones de capital se habrían visto daña-



das. Fue para preservar esos bancos que se establecieron los Colectivos. Hemos tratado el papel de éstos en el ordenamiento de los países deudores; ahora debemos examinar lo que ocurrió en el sistema bancario.

El sistema Colectivo de préstamos operó sobre la base de la cooperación voluntaria. En ese contexto, las autoridades reguladoras debieron esforzarse para hacer posible que los bancos fuertemente comprometidos concedieran nuevos préstamos, y para inducir a los menos comprometidos a cooperar. La única forma de alcanzar tales objetivos consistía en mantener la ficción de que los préstamos en mora no habían sufrido perjuicios y que no se necesitaban reservas especiales para respaldarlos.

Hubo cierta divergencia de opiniones entre los diversos organismos de supervisión, pero la Reserva Federal, como prestamista de última instancia, impuso su opinión. Se consideraba el sistema bancario demasiado débil para proporcionarle cualquier remedio fuerte. Las normas contables fueron modificadas, y se hicieron esfuerzos especiales para que los bancos pudieran cumplirlas. El préstamo-puente a la Argentina, concedido a último momento el 1 de marzo de 1984, se destaca como la intervención más dramática de la Reserva Federal.

Los Bancos Centrales europeos adoptaron una línea de conducta diferente. Alentaron a sus bancos comerciales a establecer reservas y a eliminar de sus balances los préstamos en mora. Podían darse el lujo de hacerlo. En su conjunto, los bancos europeos estaban menos comprometidos, y su sistema contable permitía la acumulación de grandes reservas ocultas. El Reino Unido ocupaba una posición a mitad de camino entre el continente y los Estados Unidos. Algunos bancos británicos estaban entre los de mayor exposición en los préstamos a los países menos desarrollados, pero disponían de una base de depósitos más sólida, a causa de su propio sistema de filiales. Por tal motivo, nunca estuvieron tan expuestos a una crisis de confianza como sus colegas norteamericanos.

Se podría alegar que la Reserva Federal llegó demasiado lejos en



su apoyo a los bancos mayoristas. Se permitió que estos bancos trataran como ingresos corrientes las comisiones que se reescalaban y los *spreads* excepcionalmente elevados que cobraban en los papeles, pero que no recibían en efectivo. Como resultado, pudieron informar que habían ganado *earnings* sustanciales, y algunos de ellos aumentaron realmente sus dividendos en 1983.

Resulta una ironía que la formación de los Colectivos y la actitud permisiva de las autoridades reguladoras que la acompañó demoraron y desviaron el proceso de ajuste en la actividad bancaria estadounidense. Los países deudores debieron hacer frente a la dura realidad, pero a los bancos les quedó una pesada carga de deudas, cuya dudosa calidad debieron ocultar. La única forma en que podían cobrar los intereses era concediendo préstamos adicionales. De esta manera, no sólo el problema no fue reconocido sino que se agravó.

Los bancos reaccionaron tratando de crecer con rapidez aún mayor. La forma más deseable consistía en prestar servicios sin bloquear sus activos. Los bancos mayoristas desarrollaron una multitud de nuevos servicios, y se pusieron a venderlos agresivamente. Sin embargo, tampoco se negaban a ampliar sus operaciones, pues casi cualquier nuevo préstamo era de mejor calidad que su cartera de préstamos a los países menos desarrollados. Fue el momento del apogeo de las adquisiciones apalancadas; los bancos estaban dispuestos a conceder condiciones muy generosas. Fueron también agresivos postulantes para los depósitos en el exterior, y utilizaron esos fondos para consolidar su base interna de activos. De esta manera se convirtieron en el vehículo primordial para atraer capitales hacia los Estados Unidos.

Por desgracia, los bancos no lograron usar los *earnings* notablemente buenos sobre los cuales informaban para obtener capitales accionarios frescos, porque las Bolsas percibieron la manipulación, y valorizaron las acciones bancarias con descuentos sustanciales con respecto a los valores de los activos declarados. El Chemical Bank logró aprovechar un momento propicio y vendió algunas acciones; el Manufacturers Hanover colocó igualmente acciones



cuando adquirió CIT Corp., pero fueron excepciones. En su conjunto, los bancos debieron basarse en las ganancias retenidas, pero éstas no podían mantener el mismo ritmo que el crecimiento de los activos.

No obstante hubo, es cierto, una carrera para expandirse y diversificarse. El Manufacturers Hanover adquirió CIT Corp. a alto precio, y se inventó el artificio del "*nonbank bank*" (un banco que no es un banco) para contornear las restricciones existentes en materia de diversificación geográfica. Los bancos mayoristas presionaron tratando de obtener la autorización de expandirse cruzando las fronteras estatales, pero encontraron la dura oposición de los bancos regionales, que necesitaban protección. La prolongada batalla sólo quedó resuelta en fecha reciente: se dio a los bancos regionales un período de respiro antes de permitir a los mayoristas adquirir bancos más allá de los límites estatales.

La Reserva Federal no deseaba imponer al sistema bancario ninguna restricción de efectos negativos sobre la economía. La primera prioridad consistía en prevenir un colapso, y con ese fin sus autoridades querían poner en marcha una fuerte recuperación. Sólo cuando ésta se encaminó bien, frenaron la oferta monetaria, permitiendo que las tasas de interés subieran. También podrían haber tratado de mantener en vereda a los bancos, pero no fue lo que ocurrió. Los préstamos en mora continuaron acumulándose, y las *ratios* de los capitales se deterioraron aún más. La confianza en el sistema bancario siguió siendo precaria.

Con el tiempo, emergieron problemas en las carteras de los préstamos internos. Grandes sectores de la economía, especialmente la agricultura y la industria petrolífera, no participaron en la recuperación. En contraposición con la deuda internacional, no era práctico mantener a flote a los prestatarios del propio país prestándoles dinero para que pagaran los intereses. La razón era simple: había demasiados. El Continental Illinois Bank, en particular, fue malamente golpeado, porque utilizó procedimientos irregulares y poco precisos en materia de préstamos. Había comprado, específicamente, una



gran cantidad de préstamos energéticos sin solidez al Penn Square Bank, que había quebrado. Al no disponer de sucursales, se encontraba en la infortunada posición de depender fuertemente de fondos prestados, por lo cual se convirtió en el punto focal de las inquietudes.

También en las sociedades de ahorro y préstamos estaban fermentando los problemas. El capital accionario de muchas instituciones de ese tipo había sido barrido por el alza de las tasas de interés antes de 1982. La administración Reagan buscó soluciones en los mecanismos del mercado. En uno de los episodios más notables de la historia financiera, muchas de las restricciones reglamentarias fueron levantadas, justamente en el momento en que el capital de ese sector estaba gravemente deteriorado. Tanto los diversos sectores como la gama de activos donde podían realizar inversiones las sociedades de ahorro y préstamos fueron extendidos ampliamente. Como estas sociedades se habían visto envueltas en problemas en un ámbito regulado, se supuso que la eliminación de las restricciones contribuiría a sacarlas del pantano.

Es un hecho que la iniciativa privada encontró formas ingeniosas de venir en ayuda de las sociedades de ahorro y préstamos en bancarrota. La mayor parte del nuevo dinero invertido fue recuperada inmediatamente como crédito impositivo, y algunos astutos inversores lograron el control de instituciones autorizadas a recolectar depósitos asegurados por el Estado, efectuando inversiones con muy poco efectivo líquido. Algunas de esas instituciones cayeron en manos de operadores que podían utilizar los depósitos como soporte de otras actividades que les rendían beneficios. Por ende, tenían mucho para ganar y poco para perder expandiéndose en forma agresiva. Era una fórmula para el desastre. Resulta sorprendente que en ese momento no fuera reconocida como tal.

La compañía que explotó de la manera más agresiva la oportunidad regalada por los reguladores fue la Financial Corporation of America, bajo la dinámica dirección de su presidente, Charles Knapp. Después de adquirir el First Charter Financial, una antigua



institución cuyos depósitos estaban asegurados por la Corporación Federal de Seguros de Ahorro y Préstamos [organismo estatal, como lo indica su nombre], emprendió una gran francachela de préstamos, utilizando a *brokers* así como a un poderoso equipo de ventas propio. Luego invirtió fuertemente en préstamos inmobiliarios más bien arriesgados, del mismo modo que en hipotecas a tasa fija. Si cualquiera de los préstamos comenzaba a despedir mal olor, se buscaba y se encontraba a otro promotor de emprendimientos inmobiliarios dispuesto a tomarlo a su cargo, a cambio de un préstamo mucho mayor para su propio negocio.

A medida que las tasas de interés comenzaron a subir, la compañía promediaba hacia arriba, a un ritmo exponencial, su cartera de hipotecas a tasa fija. Knapp calculaba que de esta manera dispondría de una cartera de alto rendimiento cuando finalmente las tasas de interés bajaran. Si la compañía crecía hasta llegar a ser suficientemente grande, más adelante no se podría permitir que quebrase, aunque las tasas de interés no declinaran. En otras palabras, si al tirar la moneda salía cara, ganaba; si salía ceca, no podía perder.

Su cálculo resultó correcto. La compañía creció de 4.900 millones de dólares en depósitos en 1982 a 20.300 millones de dólares en 1984. Cuando su posición financiera se deterioró, Knapp se vio obligado a irse (después de recibir una indemnización por despido de varios millones de dólares), pero la compañía fue rescatada (2).

Las crisis de la Continental Illinois Corp. y de la Financial Corporation of America llegaron a un punto decisivo en forma más o menos concurrente en el verano de 1984. Fue ése el verdadero punto de inflexión para las actividades bancarias y de ahorro, si bien este hecho no ha sido apreciado todavía debidamente. Los supervisores de los bancos recordaron sus obligaciones estatutarias y comenzaron a asumir una posición más firme con respecto a los préstamos en mora. Los reguladores estrecharon el control sobre los requerimientos de capital e insistieron en que se debían fortalecer las reservas para hacer frente a deudas de dudoso cobro. Los bancos respondieron achicando sus balances, vendiendo activos y armando



“paquetes” de préstamos para su reventa, en lugar de hacerlos figurar en los libros. El período de crecimiento sin solidez llegó a su fin, y por último comenzó el proceso de ajuste.

A primera vista, el ajuste ha resultado notablemente tranquilo. Los bancos se volvieron adeptos a “empaquetar” préstamos para revenderlos, y desarrollaron una gran diversidad de instrumentos financieros, desde los pagarés a tasas flotantes hasta los certificados de hipotecas en pase. En todos los casos necesarios, otras instituciones asumieron el papel de los bancos. Los “bonos basura” reemplazaron los préstamos bancarios para financiar la manía de las fusiones, y los bonos del Tesoro tomaron el lugar de los depósitos en eurodólares para succionar los capitales del exterior. No es casual que el impuesto deducido del salario sobre los bonos de propiedad extranjera fuera eliminado justamente cuando se alcanzó el punto de inflexión en la expansión de los bancos.

Ahora, a medida que pasan los trimestres, la posición financiera de los bancos debería mejorar. Ciertos bancos podrían quedar malheridos cuando se vean obligados a reconocer pérdidas, pero la actividad bancaria en su conjunto debería hacerse más sólida. El mercado bursátil reaccionó en forma positiva ante el cambio de perspectiva: las acciones bancarias se elevaron a niveles en que se podían vender con primas sobre el valor de libros.

Pero el período de peligro no ha pasado todavía. El pleno efecto de los excesos anteriores se siente sólo después de la inversión de la tendencia. Mientras los bancos tengan la posibilidad de hacerlo, cobrarán sus préstamos en mora concediendo créditos adicionales. Pero cuando se les exige que establezcan reservas para hacer frente a préstamos en mora o dudosos, no les conviene reemplazar dinero bueno por dinero malo. Por el contrario, tienen el mayor interés en liquidar los préstamos morosos, porque así pueden convertir activos que no brindan beneficios en otros que los dan, y también poner nuevamente en circulación algunas de las reservas que se habían visto obligados a establecer.

El peligro es éste: liquidar préstamos morosos deja en descubier-



to otros igualmente malos. Por ejemplo, había muchos granjeros que no podían atender el servicio de su deuda, pero el valor de sus tierras era todavía suficiente para proporcionar una garantía adecuada; esos granjeros recibieron créditos adicionales, en lugar de ser mandados a la quiebra. Lo mismo está ocurriendo en la industria petrolífera, y en el momento en que escribo (setiembre de 1985) están apareciendo signos de mal agüero en la propiedad inmobiliaria. La actividad naviera ocupa el lugar siguiente en la lista de espera.

La quiebra del Community Savings Bank de Maryland y de su subsidiaria, Equity Programs, Inc. (EPIC), sirve como modelo de lo que ocurre cuando la tendencia se invierte. Esta institución había sido adquirida por promotores inmobiliarios que actuaban como sindicatos empresarios a través de una subsidiaria de la institución de ahorro. Se especializaban en la financiación de viviendas modelo, y gozaban de buena reputación. Las hipotecas sobre estas viviendas eran aseguradas por compañías privadas de seguros inmobiliarios y vendidas a inversores bajo la forma de *securities* respaldadas por hipotecas.

Después de una corrida sobre los bancos de ahorro asegurados por el Estado en Ohio, se exigió a los bancos de ahorro de Maryland que solicitaran seguros federales. La Corporación Federal de Seguro de Ahorros y Préstamos [FSLIC] insistió, con su pulido estilo, en la venta de la subsidiaria inmobiliaria antes de que la firma matriz recibiera la cobertura de la FSLIC. Eso desató el nudo de toda la situación. La subsidiaria no pudo syndicar ningún nuevo préstamo, y sin nuevas sindicaciones no estuvo en condiciones de atender los servicios de sus hipotecas pendientes. Se puso de manifiesto que los ingresos recibidos de las viviendas ya sindicalizadas eran insuficientes para cubrir las hipotecas, y que el faltante había sido cubierto con nuevas sindicaciones.

En teoría, las viviendas modelo deberían ser eventualmente vendidas y comenzarían a rendir ingresos pero, en la práctica, la subsidiaria había quedado fuertemente endeudada con la firma matriz, y parece incluso que algunas de las viviendas modelo no existían. La



subsidiaria había emitido alrededor de 1.400 millones de dólares en *securities* avaladas por hipotecas, y las compañías de seguros hipotecarios estaban colgadas del gancho. El pasivo potencial superaba los activos de algunas de las compañías en cuestión, y si no pueden cumplir con sus obligaciones, la seguridad de las *securities* con aval hipotecario puede estar en peligro.\*

Mi breve relato de los acontecimientos recientes es suficiente para mostrar que los reguladores no carecen de parcialidad. Participan en un proceso reflexivo, y operan sobre la base de conocimientos imperfectos, exactamente como aquellos a quienes regulan. Mirándolo bien, los reguladores entienden los negocios que supervisan de una manera menos satisfactoria que quienes los emprenden. Cuanto más complejos e innovadores son esos negocios, tanto menos probable será que las autoridades supervisoras puedan efectuar una tarea eficaz.

La regulación siempre está retrasada respecto de los acontecimientos. En el momento en que los reguladores se han puesto al tanto de los excesos, la acción correctiva sobre la cual insisten tiende a exacerbar la situación en sentido opuesto. Es lo que ocurrió en el período en estudio. Cuando las autoridades descubrieron que los préstamos internacionales carecían de solidez, ya era demasiado tarde para corregir la situación, pues la corrección habría precipitado un colapso. Cuando insistieron finalmente en que los bancos reconocieran sus pérdidas, su insistencia reforzó el colapso de los valores de los avales en sectores como la agricultura, la industria petrolífera y la marítima.

También los banqueros comerciales cometieron muchos errores, pero ellos, por lo menos, tienen una disculpa: operan según lineamientos dictados por los reguladores. Su tarea consiste en competir, no en preocuparse por la solidez del sistema. Su disculpa es válida

\* Subsiguientemente una de las compañías de seguros hipotecarios, Ticor Mortgage Insurance Company, abandonó los negocios, pero el mercado de las *securities* con respaldo hipotecario no peligró.



en el sentido de que las autoridades, hasta tanto no haya un fraude, los sacarán de apuros si se hunden en dificultades. Esto agrava la responsabilidad que deben asumir los reguladores.

Las autoridades han respondido bien en todos los casos en que la situación se deterioró hasta el punto de provocar una crisis. En cierta medida, esto se debe a los méritos de los funcionarios que intervinieron. Los acontecimientos podrían haber tomado un rumbo distinto si Volcker no hubiese estado a cargo de la Reserva Federal. Ese funcionario reveló una actitud positiva al enfrentar situaciones difíciles y al sugerir soluciones innovadoras, lo cual es raro en un burócrata. Pero hay también una razón institucional. Los Bancos Centrales tienen el mandato de actuar como prestamistas de última instancia. Ejercen una autoridad incomparablemente mayor durante una emergencia que en el curso ordinario de los acontecimientos. Están preparados para manejar las crisis, y resultan del todo incompetentes cuando se trata de resolver problemas. Para alcanzar cualquier solución perdurable, debe participar toda la maquinaria de la Administración, y es necesario que esté involucrado el Congreso. Eso significa que raras veces las reformas que se necesitan llegan a tiempo.

La crisis bancaria de 1984 nos dejó un dilema no resuelto. Existe una falta básica de equilibrio en el hecho de desregular las instituciones que captan depósitos y en garantizar al mismo tiempo a los depositantes contra las pérdidas. La garantía permite a las instituciones financieras atraer a discreción depósitos adicionales, y la desregulación les concede un amplio margen para utilizar esos depósitos. La combinación de ambas es una invitación a una irrestricta expansión del crédito. El problema es inherente al sistema de seguros federales de los depósitos desde sus principios, pero cuando se fundó la Corporación Federal de Seguros de Depósitos, los Bancos estaban estrictamente regulados. El desequilibrio entre los riesgos y las compensaciones se hizo más pronunciado a medida que tomaba impulso la tendencia hacia la desregulación, y alcanzó un punto crítico en la crisis de 1984.



La Reserva Federal se vio obligada a ampliar su papel como prestatista de última instancia y a garantizar a todos los depositantes, cualquiera fuera el volumen de sus depósitos. Esto eliminó el último vestigio de la disciplina que supuestamente los depositantes imponen a los bancos. En ausencia de esa disciplina, quedan únicamente las autoridades reguladoras para impedir que las instituciones financieras se comprometan en prácticas crediticias insalubres.

Se puede alegar que los accionistas actuarían como una influencia restrictiva, porque están en situación de riesgo, pero la restricción no es muy eficaz, porque un banco puede cubrir sus pérdidas prestando aún más. En el momento en que las pérdidas ya no se pueden ocultar, se habrá perdido mucho más que el capital accionario. Por tal motivo, el hecho de que el capital accionario y el fondo dedicado a los préstamos estén en peligro no basta para asegurar prácticas crediticias sanas.

En los hechos, desde 1984, las autoridades reguladoras se volvieron mucho más estrictas. Sin embargo, la preferencia popular y política por la desregulación es tan fuerte como siempre. Las restricciones geográficas y funcionales impuestas durante la Gran Depresión están siendo desmanteladas. Teóricamente, no sería necesario que hubiese un conflicto entre la desregulación y una supervisión más estricta; pero en la práctica existe. Según lo vimos, los reguladores cometen errores; cuanto más diversificado y mudable es el negocio, tanto menos probable resulta que se lo supervise adecuadamente.

*Prima facie*, hay un fuerte argumento para que el negocio de la captación de depósitos siga siendo tan simple como sea posible. Por el otro lado, los negocios simples y regulados tienden a generar administradores pesados y conservadores. Todo se reduce a una opción entre la estabilidad y la innovación. Cuando falta uno de estos ingredientes, su ausencia se hace sentir profundamente. Como consecuencia, las preferencias tienden a oscilar de un extremo al otro. Ahora nos regocijamos todavía por las oportunidades que se han abierto con la eliminación de regulaciones anticuadas; pero la necesidad de estabilidad está presionando en forma creciente.



Hay otro problema calentándose a fuego lento, que se está acercando al punto de ebullición: el tratamiento de las instituciones financieras insolventes. Tradicionalmente, las autoridades prefieren que las entidades en quiebra sean adquiridas por otras de mayor volumen y más sólidas. Tales fusiones forzadas solían brindar una salida fácil cuando la actividad bancaria estaba regulada ajustadamente. El banco quebrado disponía de una valiosa licencia que podía ser subastada al mejor postor sin poner en peligro la estructura del sector bancario.

Pero a medida que avanzó el proceso de expansión crediticia y de desregulación, el procedimiento que consistía en "fusionar" entidades insolventes se hizo menos apreciado y menos satisfactorio. Las licencias se volvieron menos valiosas, y las entidades compradoras, menos capaces de soportar una dilución de su poderío. En apariencia, una actividad concentrada es más fuerte. Por ejemplo, los bancos de clearing del Reino Unido nunca tuvieron dificultades para captar depósitos, aunque el Midland Bank, por su parte, estaba en peores condiciones que cualquiera de los bancos sobrevivientes en los Estados Unidos. Pero la concentración creciente aumenta el peligro de pérdidas catastróficas. ¿Qué le ocurriría al Reino Unido si los bancos de clearing no lograran cobrar los intereses de sus préstamos a los países menos desarrollados? Más cerca de aquí, se alentó al Bank of America a adquirir el First of Seattle; pero ¿quién compraría el Bank of America si fuera necesario?\* Ya hemos presenciado el primer caso, el del Continental Illinois Bank, en que no se pudo encontrar ningún comprador. Aún es posible llegar a un punto en que varios de nuestros mayores bancos podrían terminar siendo de propiedad pública. Ya ocurrió en otros países.

En ningún caso la idea de fusionar entidades enfermas resultó tan

\* Para mi gran sorpresa, en diciembre de 1986 el First Interstate persiguió ávidamente al Bank of America, el Chemical Bank está comprando el Texas Commerce Bank y el RepublicBank está dispuesto a adquirir uno de los bancos más débiles de Texas, el Interfirst, para impedir que competidores situados fuera del Estado introduzcan una cabecera de puente en Texas.



mal concebida como en la rama de las sociedades de ahorro y préstamos. Como lo vimos, una gran parte de esa rama se volvió insolvente durante el período 1980-82 de altas tasas de interés, que alcanzaron niveles récord. Las autoridades elaboraron un brillante esquema, que consistía en vender las entidades enfermas a arriesgados empresarios, que apreciaban el privilegio de poder atraer depósitos con garantía federal. Ya vimos de qué manera empresarios como Charles W. Knapp, de la Financial Corporation of America, explotaron este privilegio. Ahora que los reguladores han puesto un punto final a la expansión ilimitada, están comenzando a aflorar muchos de los excesos. Sólo la declinación de las tasas de interés nos ha salvado de una avalancha de insolvencias.







# 9

## LA "OLIGOPOLIZACIÓN" DE AMÉRICA\*

**E**n el contexto del Círculo Imperial de Reagan, otra importante evolución reflexiva está en marcha: la estructura empresarial de los Estados Unidos se está reorganizando a través de fusiones, adquisiciones, cambios de propiedad de empresas y compras palanqueadas de paquetes de control. El movimiento posee la calidad dramática asociada habitualmente con los procesos reflexivos, y ha alcanzado proporciones que le confieren una significación histórica. Sus raíces son muy anteriores a los comienzos del Círculo Imperial, pero el proceso de reestructuración tomó un impulso tremendo desde 1982. Está interrelacionado claramente con el Círculo Imperial, pero hasta ahora la relación es bastante desequilibrada: las condiciones económicas y políticas prevalecientes proveen el contexto en que se produce la reestructuración, pero ésta no afecta significativamente la evolución del Círculo Imperial.

En su impacto sobre la estructura empresarial estadounidense, la manía de las fusiones ya ha superado el auge de los conglomerados. Estos últimos se iniciaron como compañías relativamente pequeñas, que se hicieron grandes a través de adquisiciones; en cambio, la

\* Este capítulo ha sido mantenido tal como fue escrito originariamente en junio de 1985, con una posdata agregada en diciembre de 1986.



manía de las fusiones ha afectado a las mayores organizaciones de la América empresarial. Existen muchas similitudes entre los dos desarrollos, pero las diferencias son aún más acentuadas. Si el auge de los conglomerados representaba el caso más simple de un proceso de autorrefuerzo en sus comienzos y con el tiempo de autoderrota, la manía de las fusiones es tal vez un proceso más complejo. Los conglomerados proporcionaron un modelo de auge y derrumbe; la manía de las fusiones ilustra un proceso reflexivo, en el cual las interacciones autorreforzantes y autoderrotantes no son secuenciales sino simultáneas.

No intentaré escribir una historia de esta manía de las fusiones. Supondré simplemente que el lector está más o menos familiarizado con los distintos acontecimientos empresariales de los últimos años en los Estados Unidos. Mi propia familiaridad con este proceso no es mucho mayor que la de cualquier miembro bien informado del público, porque no participé profesionalmente en él.

Las empresas han evolucionado continuamente desde que existen mercados bursátiles organizados. Cada vez que el valor de mercado de las acciones es mayor que el valor de una empresa privada, se produce una venta de acciones; cada vez que es más bajo, una compra. El comprador puede ser la propia empresa, sus directivos, un grupo externo u otra compañía que puede tener una razón especial para atribuir un alto valor a las acciones.

El auge de los conglomerados combinó la compra y la venta de acciones. Los conglomerados vendían sus propias acciones a precios inflados, y compraban las acciones de otras empresas: podían asignarles un valor más alto que el del mercado porque esas adquisiciones ayudaban a sostener la sobrevaluación de sus propias acciones. Así, pues, el auge de los conglomerados fue esencialmente un fenómeno de sobrevaluación, en el cual las acciones infladas eran utilizadas como medios de cambio.

Por el contrario, en el proceso actual de reestructuración empresarial, el medio primordial de cambio es el dinero efectivo. Este puede ser tomado a préstamo en un cierto número de formas, pero



el resultado final es siempre el mismo: las acciones se compran con dinero. En ciertas ocasiones, las fusiones son acompañadas por un intercambio de acciones, pero ésta no es una característica de la tendencia. Hay también muchos casos, especialmente cuando se traspasan activos y se efectúan divisiones, que no implican en modo alguno la compra o la venta de acciones; sin embargo, el acontecimiento que caracteriza el proceso actual y permite calificarlo como reflexivo es la compra de acciones en efectivo. Por ende, la manía de las fusiones se basa en la subvaluación de las acciones: la empresa en su conjunto debe valer sustancialmente más que la capitalización de sus acciones por el mercado.

La subvaluación comenzó a aflorar después del segundo shock petrolero, cuando se realizó un esfuerzo concertado para poner bajo control la inflación a través de una rigurosa política monetaria. Se reforzó en gran medida después de que Reagan asumió la presidencia y el Círculo Imperial comenzó a evolucionar.

Podemos distinguir tres factores en la subvaluación relativa de las acciones: económicos, políticos y relacionados con los impuestos. Los dos primeros están decididamente interconectados con el Círculo Imperial de Reagan; el tercero se debe a las peculiaridades del sistema impositivo de los Estados Unidos.

Hasta tanto los gastos por intereses sean deducibles de impuestos, resulta ventajoso adquirir empresas con dinero efectivo tomado a préstamo, porque en este caso se genera un crédito impositivo. Esta es una de las motivaciones principales en las compras apalancadas de paquetes de control. Hay muchas otras, más recónditas, que incluyen los beneficios impositivos, pero éste no es el lugar para examinarlas.\*

\* Varias de ellas, especialmente la doctrina llamada de las Utilidades Generales, que permite a la empresa compradora inflar el valor de los activos y depreciarlos a partir de una base más alta, han sido eliminadas por la Ley de Reforma Impositiva de 1986. La deductibilidad de los intereses en los impuestos no ha sido modificada, pero la tasa impositiva de las corporaciones ha sido rebajada del 48 % al 34 %, reduciendo de ese modo el beneficio impositivo que proviene de usar dinero prestado.



Las acciones han sido tradicionalmente valorizadas como un múltiplo de los *earnings*. Cuando la tasa de interés es alta, el múltiplo tiende a ser bajo. Pero los *earnings* forman sólo una parte del flujo de caja antes de impuestos, y a menudo son una parte menor. Sin embargo, el flujo de caja representa el criterio primordial para determinar el valor de un negocio como candidato para la adquisición. En consecuencia, el método tradicional de valorizar las acciones ha contribuido a crear oportunidades para las adquisiciones, especialmente en etapas como las del Círculo Imperial, en que los *earnings* están deprimidos y las tasas de interés son relativamente altas.

Tomemos el caso de una empresa rentable pero madura, con escaso margen para una expansión: la llamada vaca lechera, que produce mucho efectivo. Si se la compra con fondos prestados, los intereses pueden ser pagados a partir de los *earnings* antes de impuestos. En la medida en que el mercado descuenta estos *earnings* a una tasa superior a la tasa de interés prevaleciente, hay un margen de *earnings*, además del flujo libre de caja, que se puede utilizar para reembolsar el préstamo. Finalmente, el comprador se queda con una empresa libre de deudas. Al acercarse a ese punto, en teoría estaría en condiciones de vender las acciones al público, realizando una ganancia de capital. Luego podría dar la vuelta y recomprar las acciones al público, iniciando nuevamente todo el proceso.

En la práctica, varias de las primeras compras apalancadas de paquetes de control regresaron a la superficie como nuevas emisiones. No conozco ningún caso en que una empresa reflatada se haya vuelto privada de nuevo, pero conozco casos en que las compras apalancadas lo han sido nuevamente en transacciones privadas.

Se puede advertir que el sistema impositivo ha hecho que las vacas lecheras sean particularmente vulnerables a las compras apalancadas, al mismo tiempo que el Círculo Imperial ha tenido el efecto no deseado de convertir ciertas empresas en vacas lecheras. El mecanismo mediante el cual se logra este efecto está integrado por



altas tasas reales de intereses y una moneda sobrevaluada. Las primeras vuelven más atractivos los activos financieros, y menos atractivos las inversiones físicas; por consiguiente, proveen un incentivo no para poner el dinero efectivo en movimiento expandiendo el negocio, sino más bien para utilizarlo como un activo financiero: comprando acciones o adquiriendo otras empresas. Por su parte, una moneda sobrevaluada tiende a volver menos rentable la actividad industrial: los mercados de exportación se contraen, y los mercados internos sufren la presión de los precios de las importaciones.

La combinación de las altas tasas reales de interés con una moneda sobrevaluada demostró ser una mezcla potente. Los productores de bienes transables se vieron sometidos a una gran tensión; su supervivencia estuvo en juego con frecuencia. Reaccionaron mediante la consolidación: desprendiéndose de divisiones de las empresas que ya no eran rentables, abandonando actividades en que su posición de mercado era débil, y concentrándose en las áreas donde valía la pena defender su posición. Las actitudes tradicionales se vieron conmocionadas; con frecuencia hubo un cambio en el *management*. Se puede decir que han terminado las épocas en que las empresas perseguían el crecimiento como un valor en sí mismo; el flujo libre de caja y las utilidades han asumido una importancia que antes sólo tenían en los manuales de economía. Las direcciones de las empresas han comenzado a utilizar en sus negocios un enfoque similar al del *manager* de un fondo de inversiones con respecto a su cartera. Todo esto ha generado una atmósfera adecuada para la reestructuración empresarial.

Cada vez que se produce una adquisición, tiende a estrecharse la brecha entre los precios del mercado y el valor para el comprador. Esto nos lleva al rasgo más curioso del proceso. Se podría haber esperado que la adquisiciones de acciones realizadas en efectivo redujeran el alcance de la subvaluación hasta un punto en que las adquisiciones ya no fueran rentables. En tal caso, el movimiento se detendría.

¿Por qué la brecha no se ha cerrado? Para contestar esta pregun-



ta debemos poner sobre el tapete un factor político. La administración Reagan cree en la magia del mercado, que se expresa, en primer término, en la desregulación de las industrias reguladas, pero también impregna la actitud del gobierno hacia la actividad de las empresas en general.

No ha habido una reforma formal de las leyes antitrust, pero se ha producido un cambio radical en lo que se considera una violación de esas leyes. La participación en el mercado ya no es considerada en un contexto estático sino dinámico. No es necesario preservar la competencia en el marco de una determinada industria, porque las empresas pueden competir entre sí cruzando las líneas industriales. Las botellas compiten con las latas, el plástico compite con el vidrio, el aluminio con el acero.

Los avances tecnológicos pueden abrir campos de competencia que antes no existían. El servicio telefónico de larga distancia es el mejor ejemplo: lo que antes era considerado un monopolio natural se ha transformado ahora en un mercado altamente competitivo. Por otra parte, el mercado de los Estados Unidos ya no es enfocado en forma aislada: la competencia internacional protege los intereses del consumidor, especialmente cuando el dólar es tan fuerte, y el interés nacional impone la consolidación de los productores estadounidenses en un menor número de unidades más fuertes. Determinar si estas consideraciones seguirán siendo tan válidas en el futuro como parecen serlo actualmente es un tema abierto a la discusión; pero mientras prevalezcan las combinaciones en gran escala, no enfrenarán los mismos obstáculos políticos que habían encontrado en administraciones anteriores. Designo este proceso como la *oligopolización* de Norteamérica.

Durante la administración Carter, cualquier adquisición en gran escala, como la compra de Utah International por General Electric, provocaba una investigación antitrust que volvía más lenta la transacción, aunque no la hacía abortar. Por lo general, se creía que las empresas que superaban un cierto tamaño eran a la vez inmunes a cualquier ataque y descalificadas en cuanto a participar en movi-



mientos empresariales significativos. Vivían en una especie de suspensión momentánea de las funciones vitales, con direcciones cómodamente instaladas, que se limitaban a administrar sus actuales negocios.

Como esta opinión raras veces era desafiada, no era necesario aportar ninguna prueba para confirmarla, y prevalecía bajo la forma de un prejuicio. Se consideraba a las empresas más pequeñas como más expuestas a la absorción por las corporaciones y, en consecuencia, se tendía a atribuirles un precio más alto. Entre 1974 y 1979, los precios de las acciones de las pequeñas empresas superaron por un considerable margen los de las grandes, y los inversores especializados en títulos de pequeña capitalización tuvieron sus días de gloria. De hecho, la actividad corporativa, como en el caso de la compra apalancada de paquetes de control, se concentraba en ese sector.

Después de 1980 hubo un cambio gradual pero perceptible. El tamaño de las empresas que se fusionaban se agrandó, e industrias que antes eran calificadas como inexpugnables se volvieron vulnerables a los ataques. Por ejemplo, hace pocos años ciertas empresas sitiadas solían adquirir estaciones de radio o TV como una forma de defenderse; ahora esta industria está libre de agresiones. Tanto ABC como RCA (que es dueña de NBC) fueron compradas en negociaciones amistosas, y CBS, que estaba sometida a un ataque, logró un nuevo accionista que la controla, lo cual la pone a salvo.

Al comienzo, esta tendencia no fue reconocida, pero a medida que se difundía de una industria a otra cautivó la imaginación de los inversores, y ahora se refleja plenamente en la valorización de las acciones. Desde 1980 el interés se ha desplazado de nuevo hacia los títulos de gran capitalización, y es indudable que la manía de las fusiones ha desempeñado un papel en este desplazamiento. Como el proceso continúa, con el tiempo se alcanzará un punto en que las expectativas superarán la realidad, y los precios de las acciones de las empresas candidatas harán difícil cerrar las transacciones. El margen existente entre los precios anteriores a la conclusión de los



negocios y los precios realmente pagados se ha estrechado; sin embargo, el ritmo de los negocios en este terreno no se apaciguó todavía. La manía de las fusiones generó un impulso propio, e indudablemente algunos negocios se harán a precios exorbitantes antes de que el proceso se agote.

Observando la manía de las fusiones desde un punto de vista analítico, podemos clasificar las reflexiones interactivas como primordialmente autoderrotantes o como autocorrectivas. Si se trata de una conexión que se autorrefuerza, es más lateral que vertical: acrecienta el número y el tamaño de las empresas afectadas, en lugar de elevar los valores de las acciones hasta niveles insostenibles.

El movimiento vertical o de precios es relativamente escaso. Compradores que han tenido éxito, como GAF Corp., logran precios más altos de las acciones, y si consiguen recapitalizarse eficazmente pueden capturar otras empresas. Si el proceso dura bastante tiempo, las empresas favoritas emergerán con valorizaciones que contienen una prima, lo cual les hará más fácil satisfacer las expectativas. Mesa Petroleum estaba apareciendo como una compañía con una prima, hasta que Unocal la detuvo en su camino. Esmark ha dado la vuelta completa: primero adquirió otras empresas y después terminó por ser adquirida.

La conexión autorreforzante proviene, en primer término, de eliminar una tendencia negativa. Lo que se ha hecho con una empresa se puede hacer con otra y, alentada por el éxito, la gente intenta lo que antes no consideraba posible. Con el tiempo, los excesos tenderán a intensificarse. Para lograr una mejor visión del proceso, debemos observar más de cerca a los jugadores. Primero están los departamentos de fusiones y adquisiciones, que manejan las transacciones de las corporaciones; luego vienen los abogados, que sueñan con nuevos ataques y nuevas defensas; los compradores reales; los proveedores de créditos; los *traders* de arbitrajes, que tienen en su poder las acciones antes de las transacciones y durante su transcurso, y que a menudo se convierten en participantes activos y finalmente están los reguladores, que supuestamente deben supervi-



sar el proceso. Todos los participantes, con la excepción de los reguladores, tienen la posibilidad de obtener muy buenas ganancias si las transacciones tienen éxito.

Las ganancias excesivas conducen a menudo a otros excesos, especialmente cuando hay un crédito de por medio. No tiene mucho sentido detallarlos. Cada transacción es un intenso drama, y éste se construye a partir de las debilidades humanas. La narración de acontecimientos específicos permitiría conocer muchos errores, exageraciones, abusos, así como maniobras audaces y brillantes invenciones. En este sentido, la manía de las fusiones no difiere de otras actividades que generan ganancias inesperadas. Hay una predisposición general para continuar con estas actividades, hasta que algún fracaso ejerza un efecto desalentador. Cuando se utiliza el crédito en vasta escala, los fracasos pueden tomar la forma de una bola de nieve. Ya tuvimos la ocasión de verlo por lo menos una vez cuando un gran *trader* de arbitrajes, Ivan Boesky, se vio obligado a liquidar sus posiciones, obligando a otros a hacer lo mismo.

Se produjo igualmente mucha inquietud con motivo de la deuda acumulada en las compras apalancadas. Hasta hace poco, la mayor parte de los créditos provenía de los bancos. Estos, según lo hemos visto, trataban de zafar de sus dificultades después de la crisis de la deuda internacional, y las compras apalancadas les brindaban un mercado ya preparado. Pero las autoridades reguladoras comenzaron a desalentar los préstamos de los bancos para compras apalancadas aún antes de las crisis gemelas del Continental Illinois Bank y de la Financial Corporation of America. Durante un cierto tiempo, pareció que el proceso de financiación se agotaría completamente, y el ritmo de la actividad corporativa decayó. Eso ocurrió en la segunda mitad de 1984, justamente después de que algunas grandes compañías petrolíferas habían sido engullidas; las elecciones se acercaban, y se pensaba que permitir adquisiciones adicionales podría ser políticamente embarazoso.

Pero la manía de las fusiones se reanudó con renovado vigor después de las elecciones, aunque la fuente principal de financiación se



desplazó de los bancos a los bonos basura. Probablemente el cambio fue dictado por la necesidad -Unocal demandó en los tribunales al Security Pacific Bank por dar créditos a una empresa rival- pero terminó por convertirse en una mejora técnica. Los bonos basura son más flexibles y se los negocia con mayor facilidad; además, permiten poner en práctica algunos artificios que pueden ser explotados con fines impositivos. Drexel Burnham, el poder dominante en la financiación con bonos basura, puede proveer fondos casi ilimitados en poco tiempo.

¿Tendrá todo esto un mal fin? Es imposible predecirlo. Como lo hemos visto, la principal conexión reflexiva es de carácter autocorrectivo. En este caso no es aplicable el modelo de auge/derrumbe que desarrollamos para los conglomerados. Es muy probable que el proceso se extinguirá después de arrasar todo el terreno donde pueda desarrollarse. Pero es imposible descartar un desastre. El efecto neto de este proceso consiste en introducir una gran proporción de deudas en las empresas reestructuradas.

Podríamos examinar un cierto número de escenarios distintos, donde es posible que se llegue a situaciones en que el servicio de la deuda resultaría difícil de atender. Si el Círculo Imperial se derrumbara y el dólar cayera precisamente en el momento en que la economía se desliza hacia una recesión, las tasas de interés podrían subir al mismo tiempo, y las empresas altamente apalancadas enfrentarían el peor de todos los mundos posibles. En el futuro más inmediato, una caída precipitada de los precios del petróleo podría poner en peligro el flujo de caja de compañías petrolíferas fuertemente endeudadas, como Phillips Petroleum. Una cesación de pagos importante terminaría con el círculo mágico de los tenedores de bonos basura.

Hasta ahora, la manía de las fusiones no ha ejercido una influencia apreciable sobre el destino del Círculo Imperial. Probablemente ha reducido la inversión física en los Estados Unidos, al determinar que los *managements* se orienten más hacia el corto plazo, pero hasta hace poco la inversión siguió siendo sorprendentemente fuer-



te. Es probable que la manía en cuestión haya contribuido a los pedidos de créditos, induciendo a los bancos a captar capitales en el exterior para conceder préstamos en el interior; pero cuando la actividad de los bancos disminuyó, la afluencia de capitales desde afuera continuó. Si existe una conexión reflexiva, es demasiado sutil para ser percibida con facilidad; tiene que ver con la atracción general que los Estados Unidos ejercen en la actualidad sobre el capital extranjero.

Comienza a aflorar otra conexión más inquietante. Se emplea una gran dosis de créditos en la adquisición de empresas; luego se reembolsan los créditos vendiendo los activos que sirvieron como avales. Ambas actividades -el uso no productivo del crédito y la venta de activos dados en garantía- agravan las tendencias deflacionarias prevalecientes. De este modo la manía de las fusiones puede acelerar el comienzo de la cuenta regresiva del Círculo Imperial.

Suponiendo que este proceso no termine en un desastre, ¿cuál será su efecto global? Aquí encontramos una situación muy compleja. En contraste con el auge de los conglomerados, en el cual la mayor parte de la actividad se limitaba a los mercados bursátiles, en el mundo real se producirán muchos cambios. En su conjunto, la rentabilidad de las grandes empresas aumentará, sus activos se desplegarán de nuevo sobre el terreno, y los *managements* poco dinámicos se verán cuestionados. Las industrias se volverán más oligopólicas.

Mientras prevalezca el Círculo Imperial, estos cambios resultarán deseables y probablemente necesarios para que muchas industrias sobrevivan. Si la competencia de las importaciones disminuyera, los cambios podrían tener resultados exactamente opuestos a lo que serían apropiados en las nuevas condiciones.\* Aceptando la manía de las fusiones como un proceso de ajuste, encontramos un problema que

\* P.S. Febrero de 1987: La Bolsa ha comenzado a descontar las ganancias en exceso que se esperan de la oligopolización de los Estados Unidos después de que la competencia de precios del exterior ha disminuido.



es inherente a un mundo de reflexiones interactivas: ¿ajuste a qué? Es como tirar al blanco cuando el tiro mueve el blanco.

Incluso si la reestructuración de las empresas resultara ser un proceso de ajuste, se beneficiaría si su ritmo se redujera. En ese caso, habría un menor número de transacciones, porque la tasa de retorno se haría menos favorable. Esto representaría un progreso, porque existe una tendencia a hacer más negocios que los justificables si se aplicaran criterios económicos de largo plazo. Fundamentalmente, las leyes impositivas son las responsables, pero los participantes que juegan con el dinero de otras personas deben cargar igualmente con una parte de la culpa. Inglaterra tiene un panel que examina las tomas de control y revisa las reglas del juego: podríamos beneficiarnos con un mecanismo similar.

Al nivel de la teoría, este análisis muestra que el modelo de auge/derrumbe no es aplicable en forma directa a todos los procesos reflexivos. Teniendo presente esta lección, ¿cuál será el desenlace eventual del Círculo Imperial?

P.S.: DICIEMBRE DE 1986

Tal como se dieron las cosas, la manía de las fusiones sobrevivió al Círculo Imperial. Los bonos basura pasaron por algunos momentos desagradables cuando el petróleo cayó por debajo de los 10 dólares y la LTV Corp. entró en cesación de pagos, pero el mercado se recuperó. Tanto los paquetes accionarios como los tenedores de bonos basura han sido muy ayudados por la baja de las tasas de interés, si bien los bonos basura se han retrasado con respecto a los bonos de alta calidad. La Ley de Reforma Impositiva de 1986 ha ejercido el perverso efecto de acelerar el ritmo de las transacciones, antes de su entrada en vigencia el 1° de enero de 1987.

Luego llegó el *affaire* Boesky, y el círculo de personas que se ocupa de arbitrajes se vio sacudido hasta la médula. No se conoce todavía el pleno alcance del escándalo, pero se puede imaginar fácilmente. La investigación ya ha inmovilizado a muchos de los juga-



dores principales, y modificará la forma en que se juega el partido. En términos generales, se puede decir que los excesos especulativos generados por la manía de las fusiones serán eliminados; pero la reestructuración de las corporaciones norteamericanas continuará. La afluencia neta de efectivo hacia los bonos basura se detendrá, y la magnitud de los apalancamientos en las tomas de control de empresas se reducirá en gran medida. El hecho más importante es que se volverá más difícil refinanciar las transacciones que se echan a perder, y el aspecto de basura de los bonos basura se hará más evidente.

En síntesis, el asunto Boesky no significa el fin de la reestructuración de las corporaciones sino más bien un punto de inflexión bien definido y altamente dramático en el aspecto reflexivo de la manía de las fusiones. Al igual que en otros casos similares, después de este punto de inflexión pasará un cierto tiempo antes de que afloren las víctimas a la superficie. La EPICA de la manía de las fusiones aún no ha llegado (EPIC era la subsidiaria que empujó a la bancarrota al Community Savings Bank de Maryland).







## Tercera Parte

---

# El Experimento en tiempo real

El experimento se llevó a cabo el 10 de agosto de 1985, en el Centro Nacional de Estudios Científicos y Tecnológicos del CONICIT, en la ciudad de San José, Costa Rica. El experimento se realizó en el marco de la cooperación técnica entre el CONICIT y el Banco Mundial, a través del Proyecto de Modernización del Sistema de Estadísticas Nacionales.

El experimento se realizó en el marco de la cooperación técnica entre el CONICIT y el Banco Mundial, a través del Proyecto de Modernización del Sistema de Estadísticas Nacionales. El experimento se realizó en el marco de la cooperación técnica entre el CONICIT y el Banco Mundial, a través del Proyecto de Modernización del Sistema de Estadísticas Nacionales. El experimento se realizó en el marco de la cooperación técnica entre el CONICIT y el Banco Mundial, a través del Proyecto de Modernización del Sistema de Estadísticas Nacionales.

El experimento se realizó en el marco de la cooperación técnica entre el CONICIT y el Banco Mundial, a través del Proyecto de Modernización del Sistema de Estadísticas Nacionales. El experimento se realizó en el marco de la cooperación técnica entre el CONICIT y el Banco Mundial, a través del Proyecto de Modernización del Sistema de Estadísticas Nacionales.



Tercera Parte

---

# El Experimento en tiempo real



# 10

## EL PUNTO DE PARTIDA: AGOSTO DE 1985

**R**etomaremos la historia del Círculo Imperial alrededor de las elecciones de 1984. Hasta entonces, el Círculo Imperial había operado sin ningún tropiezo, mientras la economía de los Estados Unidos y el dólar seguían en ascenso. Los banqueros centrales del mundo tenían plena conciencia de que la situación era endeble, y en última instancia insostenible.

Hubo un episodio, al comienzo de 1984, en que esos banqueros intentaron restar apoyo al dólar, pero el intento fracasó, y el dólar subió más que nunca. La economía seguía siendo tan fuerte que superó incluso un modesto ascenso en las tasas de interés. Los extranjeros que eran tenedores de activos financieros nominados en dólares le estaban pasando realmente el rastrillo a los fondos disponibles. También lo hacían aquellos que exportaban a los Estados Unidos. En forma sorprendente, la industria estadounidense se mantuvo firme frente a la fuerte presión de las importaciones, se mostró reacia a la transferencia de la producción a otros países y se esforzó por mantenerse competitiva mediante inversiones en tecnología de punta.

El punto crítico fue alcanzado en el trimestre final de 1984. El ritmo de la economía estaba empezando a volverse más lento y las tasas de interés comenzaban a aflojar, pero el dólar, después de una baja inicial, continuó recuperándose. Las opiniones prevalecientes



habían vinculado la firmeza del dólar con la fuerza de la economía y con el diferencial en las tasas de interés. Cuando el dólar se negó a debilitarse, los últimos luchadores que se mantenían en esa posición abandonaron la partida, y el tipo de cambio se fue a las nubes. La industria comenzó a volcarse seriamente a las importaciones y a la fabricación con bases en el exterior. El dólar fuerte se convirtió finalmente en un problema norteamericano.

Después de las elecciones, la conducción de la política económica estadounidense experimentó un cambio significativo. El Secretario del Tesoro, Donald Regan, y el asesor presidencial James Baker permutaron sus cargos. Hasta entonces, la Reserva Federal y el Tesoro habían estado en pugna, pero en ese momento llegaron a un acuerdo. Desacelerar el Círculo Imperial se convirtió en un objetivo bien definido. Se iba a alcanzar reduciendo el déficit fiscal y aflojando la política monetaria.

Se alentó también a los principales socios comerciales de los Estados Unidos a imprimir a su política un giro en sentido contrario, concediendo estímulos fiscales pero manteniendo altas las tasas de interés. Se esperaba que bajo tales influencias, el dólar finalmente bajaría. El Secretario del Tesoro Baker llegó hasta a afirmar que estaba dispuesto a discutir una reforma del sistema de tipos de cambio antes de la Cumbre económica de Bonn en mayo de 1985, pero luego no persistió en su actitud. Tampoco tuvo éxito en su tentativa de ganar el control del proceso de recortes presupuestarios en el Congreso; no obstante, la administración estatal estaba claramente decidida a aceptar cualquier procedimiento que eligiera el Congreso para recortar el presupuesto.

El dólar respondió con un porrazo, cayendo alrededor del 15 % frente al marco alemán. Luego se estabilizó durante unos tres meses, y recientemente comenzó a declinar de nuevo. Es improbable que el ajuste realizado hasta ahora pueda aportar un alivio significativo a la industria. Ahora la economía está dividida en dos segmentos: el sector de bienes transables está en recesión, con una especial debilidad en el sector de bienes de capital, pero el sector de servicios y



el de defensa son todavía fuertes. Las tasas de interés han bajado significativamente, y eso estimula la economía, pero mientras el dólar mantenga un nivel parecido al actual, una gran parte del estímulo se traducirá en mayores importaciones. Pero observemos el aspecto más importante: es improbable que la presión sobre el dólar se reduzca.

¿Cuál es el panorama? Podemos trazar dos escenarios. En el primero, el dólar bajaría, digamos un 20-25 %, brindando alivio al sector de bienes transables. La inflación podría reactivarse en cierta medida, aunque es posible que el ascenso en los precios de las importaciones sea compensado por una baja en los precios del petróleo, pero la economía se recuperaría, poniendo un piso al dólar. Este es el escenario del llamado aterrizaje suave (*soft landing*). Sus perspectivas son mejores que en cualquier otro momento desde el comienzo del Círculo Imperial, porque finalmente las autoridades han reconocido la necesidad de poner el proceso de autorrefuerzo bajo control y están dando pasos en tal sentido. Es concebible que las oscilaciones cada vez más violentas de los tipos de cambio se moderen a medida que -sin anunciarlo y sin reconocerlo, como de costumbre- pasemos de un sistema de flotación libre a un sistema de flotación dirigida.

La otra posibilidad es que el dólar se niegue a declinar y que, cuando finalmente se venga abajo, lo haga en forma precipitada. Al comienzo, los exportadores extranjeros absorben cualquier pequeña declinación que pueda ocurrir y no elevan sus precios de venta frente a un mercado que se debilita. El sector de bienes transables continúa bajo presión, y su debilidad amenaza con extenderse a los otros sectores. La Reserva Federal, decidida a no permitir que la economía se deslice hacia la depresión, a causa de las terribles consecuencias que tendría para el sector bancario, prosigue bombeando dinero en la economía, pero gran parte del estímulo continúa filtrándose hacia afuera bajo la forma de importaciones. Finalmente, se alcanzará un punto crítico cuando los extranjeros se vuelvan reacios a tener dólares en su poder, las tasas de interés a largo plazo suban



ante el ascenso de la oferta monetaria, el dólar baje precipitadamente y las perspectivas de inflación empeoren no bien la economía entre en una recesión con todas las de la ley.

Este podría llamarse *el escenario del desastre*, porque una recesión expondría una estructura financiera extremadamente frágil a una prueba a la cual es improbable que pueda resistir sin graves daños. Los países fuertemente endeudados han entrado apenas en la Fase 3 de sus procesos de ajuste. Un debilitamiento en la demanda de sus exportaciones podría empujarlos de vuelta a la Fase 2, y la recaída podría ser superior a lo que pueden tolerar.

En los Estados Unidos, el proceso de ajuste ha avanzado aún menos. Una recesión reduciría la capacidad de ingresos de quienes han contraído deudas; minaría también el valor de reventa de los activos que sirven como avales. A medida que los bancos trataran de liquidar bienes prendados, pondrían en marcha un proceso de autorrefuerzo; otros prestatarios se verían empujados al borde del abismo. El proceso ya está en marcha en el sector petrolífero y en la agricultura; en caso de recesión, se extendería a otros sectores de la economía.

Es aquí donde estamos parados en la actualidad [Agosto de 1985]. Como participante en el mercado, debo tomar algunas decisiones basadas en mi evaluación del curso probable de los acontecimientos. La teoría de la reflexividad, tal como ha sido desarrollada hasta ahora, no brinda ninguna predicción bien definida, pero puede resultar útil para formular mis puntos de vista. La he usado antes en este sentido, e intentaré usarla ahora.

Propongo un experimento. Registraré las opiniones que me guían en mis decisiones de inversión, y las revisaré sobre una base de tiempo real mientras el libro esté en preparación. Terminaré el experimento cuando el libro llegue al impresor, y el lector podrá juzgar por sí mismo los resultados. Será un *test* práctico del valor de mi enfoque, si tiene alguno. También permitirá percibir en profundidad el proceso de toma de decisiones de un participante en el mercado.

Se necesitan algunas palabras de explicación sobre el fondo de



inversiones que administro. \* El Quantum Fund es un instrumento singular: utiliza el *leverage*; opera en muchos mercados, y -eso es lo más importante- lo administro como si se tratara de mi propio dinero, lo cual es cierto en gran medida. Muchos fondos comparten algunos de estos rasgos, pero no conozco ningún otro que los combine todos.

La mejor forma de comprender el papel del *leverage* consiste en pensar en una cartera ordinaria de inversiones como algo chato y flojo, según lo implica su nombre. El *leverage* agrega una tercera dimensión: el crédito. Lo que era una cartera chata y flojamente unida se convierte en una estructura tridimensional estrechamente entrelazada, en la cual la base de capital accionario debe sostener el crédito utilizado.

Los fondos de inversión apalancados emplean habitualmente el capital que toman a préstamo en la misma forma que su base de capital accionario. No es el caso del Quantum Fund. Operamos en muchos mercados, por lo general invertimos nuestro capital accionario en valores bursátiles, y utilizamos nuestro *leverage* para especular en *commodities*. En este contexto, las *commodities* incluyen futuros indexados en acciones, así como bonos y divisas. Por lo general, las acciones son mucho menos líquidas que las *commodities*. Al invertir una cantidad menor que la totalidad de nuestro capital accionario, evitamos el peligro de un colapso catastrófico en caso de un *call* en el margen.

Al administrar el Fondo, distingo entre los conceptos macroeconómicos de inversión y los microeconómicos. Habitualmente, los primeros determinan nuestra exposición en los diversos mercados de *commodities*, incluyendo el mercado bursátil, mientras que los segundos se expresan en nuestra selección de acciones. Por consiguiente, la propiedad de una determinada acción tiene a la vez un aspecto macro y otro micro, en el sentido de que afecta el tamaño total de la exposición del Fondo ante las variaciones del mercado

\* Escrito en enero de 1987.



bursátil, y si se trata de una acción extranjera, afecta también la exposición del Fondo a las divisas. En cambio, un índice bursátil o una posición en divisas sólo presentan un aspecto macro. Desde luego, es siempre posible neutralizar el aspecto macro de una posición bursátil a través de futuros indexados en acciones y futuros en divisas.

En lo relativo a las divisas, creo que un sistema de tipos de cambio fluctuantes presenta una opción existencial: uno no puede evitar que sus acciones estén invertidas en una divisa determinada, y el hecho de no tomar una decisión acerca de la exposición a las divisas es también una decisión, desde luego a menos que se compre una opción en divisas, en cuyo caso se pagaría un precio medible para evitar la opción.

La consecuencia lógica de mi actitud es que me siento obligado a tomar una decisión acerca de las divisas, aunque no disponga de un criterio macroeconómico de inversión bien establecido. Los resultados pueden ser desastrosos. A veces envidio a mi colegas que administran fondos, que al ser más ignorantes, no saben que enfrentan una opción existencial; por ejemplo, evitaron las pérdidas en que incurrí en el período 1981 - 1985, cuando el dólar continuó revaluándose.

Se puede observar que el Quantum Fund combina algunas de las características del mercado bursátil con las de un fondo de *commodities*. Al comienzo, operó en forma casi exclusiva en acciones; sólo a medida que las condiciones macroeconómicas se volvieron crecientemente inestables, los bonos y las divisas tomaron una mayor importancia. En los últimos años, la especulación macroeconómica se ha vuelto fundamental. La dosis de *leverage* que empleamos es mucho más modesta que en los fondos puros de *commodities*, y la exposición en diversos mercados sirve para equilibrar así como para apalancar la cartera.

La exposición máxima del Fondo en cualquier sentido está sometida a límites autoimpuestos. Si nos basáramos en los límites impuestos por las regulaciones sobre los márgenes, estaríamos bus-



cando problemas, al vernos obligado a liquidar posiciones en los momentos más inconvenientes. Se necesita un margen de seguridad por encima y por debajo de los requerimientos de márgenes fijados por el mercado. Es posible cuantificar el margen de seguridad prestando atención al poder de compra no comprometido, pero éste no representa una patrón de medida confiable, pues distintos tipos de inversiones exigen requerimientos de márgenes ampliamente divergentes.

Por ejemplo, la mayor parte de las acciones estadounidenses requieren un margen del 50 %, las acciones extranjeras sólo del 30 - 35 %, y el margen sobre futuros de S&P (Standard and Poors) es sólo del 6 %. El punto en que se debe limitar la propia exposición es uno de los temas más difíciles al operar un fondo apalancado, y no existe ninguna respuesta rigurosamente exacta. Por regla general, trato de no exceder el 100 % del capital accionario del Fondo en cualquier mercado, pero tiendo a ajustar mi definición de lo que constituye un mercado para adaptarla a lo que pienso en materia de divisas. A manera de ejemplo, puedo reunir acciones no relacionadas con los mercados con otras que lo están, o mantenerlas separada, según cuál sea mi estado de ánimo.

Hablando en términos generales, me preocupa más la preservación del capital del Fondo que sus ganancias recientes, de tal modo que tiendo a volverme más liberal con los límites autoimpuestos cuando mis conceptos sobre las inversiones parecen estar funcionando bien. Determinar dónde se debe trazar la línea divisoria entre el capital y las utilidades no representa una tarea fácil cuando prácticamente todo el capital consiste en ganancias acumuladas.

La relación histórica detallada de lo que pasó está sintetizada más abajo. Se observará que el único año anterior a 1985 en que el Fondo se duplicó, y en exceso, fue 1980, y eso fue seguido por un desastre en 1981.



## El Experimento en tiempo real

<b>Quantum Fund N.V.</b>			
<i>Fecha</i>	<i>Valor Neto de activos por Acción "A"</i>	<i>Cambio s/año anterior</i>	<i>Volumen del Fondo</i>
1/31/69	\$ 41.25	—	\$ —
12/31/69	53.37	+ 29.4%	6,187,701
12/31/70	62.71	+ 17.5%	9,664,069
12/31/71	75.45	+ 20.3%	12,547,644
12/31/72	107.26	+ 42.2%	20,181,332
12/31/73	116.22	+ 8.4%	15,290,922
12/31/74	136.57	+ 17.5%	18,018,835
12/31/75	174.23	+ 27.6%	24,156,284
12/31/76	282.07	+ 61.9%	43,885,267
12/31/77	369.99	+ 31.2%	61,652,385
12/31/78	573.94	+ 55.1%	103,362,566
12/31/79	912.90	+ 59.1%	178,503,226
12/31/80	1,849.17	+ 102.6%	381,257,160
12/31/81	1,426.06	- 22.9%	193,323,019
12/31/82	2,236.97	+ 56.9%	302,854,274
12/31/83	2,795.05	+ 24.9%	385,532,688
12/31/84	3,057.79	+ 9.4%	448,998,187
8/16/85*	4,379.00	+ 44.3%	647,000,000

\* no auditado

Durante la Fase 1 del experimento, las actividades del Fondo giraron principalmente alrededor de cuestiones macroeconómicas; los conceptos microeconómicos no cambiaron mucho, y su contribución a la *performance* del Fondo fue relativamente insignificante. En consecuencia, al sintetizar la situación del Fondo en materia de inversiones, me concentré únicamente en el aspecto macro. Esa situación se modificó durante el Período de Control; ciertos conceptos específicos de inversión realizaron un aporte creciente al desempeño del Fondo. Esto concordaba con mi conclusión macro de que había llegado el momento de operar en el mercado bursátil. Como los micromovimientos sólo se volvieron importantes durante



el Período de Control, me abstengo de discutirlos, con una excepción: mi jugada en acciones japonesas vinculadas con los bienes inmobiliarios entra en discusión en la Fase 2.

La situación macro del Fondo se sintetiza en un cuadro que sigue cada entrada diaria, y sus actividades y su desempeño se representan gráficamente al fin de cada fase del experimento. Se ha subdividido la representación gráfica del Período de Control en dos partes, porque su duración duplica aproximadamente la de las fases experimentales. De esta manera, los gráficos quedan divididos en cuatro periodos aproximadamente iguales.

NOTA: Aquí damos la clave para los números entre paréntesis (1) a (6), que aparecen en los cuadros de entradas diarias durante el experimento en tiempo real:

- (1) Incluye el valor neto en dólares de los contratos de futuros.
- (2) Compras (+) o ventas (-) netas desde el informe anterior.
- (3) Reducido a un común denominador de bonos estatales a 30 años. Por ejemplo, \$ 100 millones en valor nominal de pagarés a 4 años del Tesoro son equivalentes a \$ 280,5 millones de bonos estatales a valor de mercado.
- (4) Letras y pagarés del Tesoro de los Estados Unidos hasta dos años de vencimiento; han sido reducidos a un común denominador de bonos equivalentes a 30 años.
- (5) Estos bonos tienen una volatilidad considerablemente menor que los bonos estatales estadounidenses. Por ejemplo, el 30 de junio de 1986, \$ 100 millones nominales de bonos estatales japoneses tenían la misma volatilidad que aproximadamente \$ 66,2 millones en bonos estatales a 30 años estadounidenses. No hemos realizado ajustes para tener en cuenta esta diferencia.
- (6) La exposición neta a las divisas incluye acciones, bonos, futuros y efectivo, y es igual al total del capital accionario del Fondo. Una posición corta en dólares indica el monto en que la exposición a las principales divisas (divisas europeas relacionadas con el marco alemán, el yen y la libra esterlina) excede el capital del Fondo. Por separado, se muestra la exposición a otras divisas, que



no son consideradas relevantes para calcular la exposición del Fondo al dólar.

Los cambios porcentuales en los valores netos de los activos de estos cuadros se refieren a las cifras por acción. Las cifras para el capital accionario global del Quantum Fund se ven afectadas, si bien modestamente, por las suscripciones y los rescates.



# 11

## FASE 1: AGOSTO 1985 - DICIEMBRE 1985

COMIENZO DEL EXPERIMENTO:

DOMINGO, 18 DE AGOSTO DE 1985 \*

**E**l mercado bursátil ha adoptado recientemente la tesis de que el rápido aumento de la oferta monetaria presagia una economía más fuerte. Las acciones estacionales comenzaron a mejorar, mientras que las acciones sensibles a las tasas de interés y las acciones de las industrias de defensa experimentaron una baja. Tuve que decidir qué actitud adoptar. Me inclinaba a dudar de esta tesis, pero no estaba suficientemente convencido para combatirla. Por consiguiente, no hice nada. Mi cartera de acciones consiste fundamentalmente en empresas que tienden a beneficiarse con la reestructuración empresarial y en acciones de seguros sobre propiedades, que siguen un ciclo propio.

En cuanto a las divisas, me he inclinado hacia un escenario de aterrizaje suave. De hecho, considero posible que una economía

*\* Los cuadros que muestran la situación y la performance del Quantum Fund en la Fase 1 están al final de este capítulo. La clave para las referencias entre paréntesis de (1) a (6) en los cuadros de entradas diarias se encuentran al final del capítulo anterior.*



más fuerte tienda a fortalecer el dólar. Con tantos especuladores en posiciones cortas, esto podría llevar a un rebote agudo, aunque temporario. En consecuencia, al estar en posiciones cortas, el dólar no carecía de riesgos. Por tal motivo, reduje en forma significativa mis posiciones en divisas. Por razones que señalaré más abajo, las reconstruí en los últimos días.

Tiendo a ser optimista sobre las perspectivas de un aterrizaje suave, porque la baja del dólar fue inducida por las autoridades; una caída espontánea habría sido mucho más peligrosa. Desde la reelección de Reagan, las autoridades se han movido en la dirección correcta, y parece haber una mayor dosis de cooperación entre ellas. Prácticamente todos los excesos del Círculo Imperial están siendo corregidos: los bancos regresan a prácticas más sanas, se está recorriendo el déficit del presupuesto y se reducen las tasas de interés.

Agosto 16, 1985					
	<i>Cierre</i> 8/16/85			<i>Cierre</i> 8/16/85	
DM	2.7575		S&P 500	186.12	
¥	236.75		Bonos-T USA	76 24/32	
£	1.4010		Eurodólares	91.91	
Oro	337.90		Petróleo crudo	28.03	
			Bonos japoneses	—	
Quantum Fund: capital accionario			\$ 647,000,000		
Valor de activos fijos por acción			\$ 4,379		
Cambio desde 12/31/84			+ 44.3%		
<hr/>					
<i>Posiciones de</i>			<i>Exposición Neta</i>		
<i>Inversión (1)</i>	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>a las divisas (6)</i>	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>
Acciones			Relac. con el DM	467	
Acciones USA	666	(62)	Yen japonés	244	
Acciones			Libra esterlina	9	
extranjeras	183		Dólar USA		(73)
Bonos (3)			Otras divisas	50	
Gobierno USA					
Corto Plazo (4)		(67)			
Largo Plazo		(46)			
Commodities					
Petróleo		(121)			
Oro					



■ Mi optimismo se ve atemperado por el hecho de percibir que el momento en que se corrigen los excesos pasados representa el periodo de mayor riesgo. Los excesos satisfacían una determinada necesidad: de otro modo no habrían ocurrido, en primer término. ¿Puede funcionar el sistema sin ellos? Por otra parte, el proceso de corrección puede desarrollar su propio impulso, poniendo en marcha una tendencia autorreforzante en sentido opuesto.

■ Todo depende de las perspectivas de la economía. Si ésta se fortaleciera en la segunda mitad de 1985, todo iría bien. Aunque la debilidad repareciera en 1986, la estructura financiera ya estaría en una situación más fuerte para resistir las consecuencias. En todo caso, esa eventualidad está demasiado alejada para ejercer influencia sobre las decisiones actuales de inversión.

■ Me considero mal calificado para equiparar mi juicio con el de los profesionales que disponen de una información mucho mayor para predecir el curso real de la economía. Por este motivo, opté por negocios suplementarios en acciones de carácter estacional.

■ La variable más importante es el gasto de los consumidores. Algunos expertos pretenden que los consumidores se han excedido en sus gastos; otros alegan que si se pone dinero a su disposición, es seguro que el consumidor norteamericano lo gastará. ¿A quién debo juzgar? La única ventaja competitiva de la cual dispongo es la teoría de la reflexividad, que me induce a apartarme en un sentido negativo de la opinión de la mayoría. Creo que estamos en un periodo de contracción del crédito, en que los valores de los avales se erosionan. Es una típica situación keynesiana, en que se lleva el caballo a beber. ¿Beberá? Necesito una mayor cantidad de elementos de juicio antes de convencerme en un sentido negativo.

■ En fecha reciente, he percibido señales de este tipo. Tal vez la más convincente fue el propio movimiento de la Bolsa, que se estaba comportando en forma sospechosamente deficiente. Puede parecer sorprendente que acepte el mercado bursátil como un indicador válido, después de haber enunciado el principio de que los mercados están siempre sesgados. Pero también he afirmado que el mer-



cado tiene su propia forma de lograr que las predicciones se conviertan en realidades.

Varios indicadores económicos señalaban que la debilidad continuaría. Por ejemplo, las ventas de autos habían bajado. No atribuí una gran importancia a tales informes, porque la debilidad actual ha sido bien reconocida. Resulta más importante saber lo que puede ocurrir cuando General Motors inicie su promoción con bajas tasas de interés. Me impresiona mucho más saber que las cosechas de este año van a batir récords. Eso significaría que los apuros en el sector agrario aumentarían, o bien que habría que gastar mucho más dinero para sostener los precios de los productos del campo.

Las divisas estaban presionando contra los límites superiores de su franja de operaciones. Se esperaba que el Bundesbank redujera la tasa de descuento, pero el marco se negó a ceder terreno. El miércoles 14 de agosto decidí establecer una media posición en marcos alemanes; después de advertir que la tasa alemana de descuento se redujo efectivamente y el marco siguió firme, compré el resto de mi posición. El jueves por la tarde, la Reserva Federal anunció una gran elevación del M1; la elevación del M3 fue más moderada. Los bonos cayeron, y reconocí que mi tesis sobre las divisas iba a ser sometida a una prueba. Si prevaleciera la opinión convencional, las divisas deberían caer ante la expectativa de una economía más fuerte y de tasas de interés más elevadas. Pero si la marea se invirtiera, los tenedores de activos en dólares responderían a un aumento de la oferta monetaria convirtiendo una parte de esa oferta en divisas extranjeras. Tal como ocurrieron las cosas, las divisas no cedieron, y mi tesis se vio reforzada.

Luego llegaron nuevos elementos de juicio. El viernes, tanto el comienzo de las nuevas construcciones como los nuevos permisos de edificación fueron débiles, especialmente para los edificios multifamiliares. Esto confirmó mi sospecha de que la industria de la construcción se encontraba en dificultades. En tal caso, la situación de los inmuebles comerciales debería ser aún peor. Los bonos reaccionaron, pero el mercado bursátil continuó bajo presión.



Ahora estoy dispuesto a apostar que el retraso en la economía tenderá a convertirse en una recesión: la contracción del crédito va a superar en importancia el aumento de la oferta monetaria. Sospecho que la divergencia entre el M1 y el M3 indica que el caballo no está bebiendo. Estoy preparado para tomar una posición máxima en divisas, tanto a largo como a corto plazo, y a mantener los bonos en posiciones cortas durante la recuperación. Si las divisas no respondieran vigorosamente, tendría que volverme más cauto y aceptar una pérdida sobre la parte a corto plazo de mis posiciones en divisas.

Se podría preguntar el motivo por el cual debería tomar posiciones cortas en bonos si espero una recesión. La contestación es que la espero porque las tasas de interés subirán a causa del debilitamiento del dólar: es el Círculo Imperial que se mueve en marcha atrás. Me doy cuenta de que mi venta puede ser prematura; por eso tomaré sólo una pequeña posición como punto de partida. Estoy pensando también en vender corto mis posiciones en la Bolsa, pero sólo si se recupera como reacción a un dólar declinante. Mis posiciones tanto en divisas como en bonos deberían moverse antes de aceptar una exposición adicional.

La mayor parte de mis posiciones en divisas están en marcos alemanes. También tengo una posición significativa en yenes, pero espero que se muevan más despacio y más tarde. Debería explicar el motivo. Japón tiene una tasa de ahorro muy alta, y la inversión interna ha disminuido. Invirtiendo sus ahorros en el exterior, Japón es capaz de mantener un nivel de producción muy superior al consumo interno. Esta es la forma en que Japón puede convertirse en una potencia económica entre las primeras del mundo: un alta tasa de ahorro, un persistente excedente en las exportaciones y una acumulación de activos externos van de la mano para acrecentar su poder y su influencia en el plano internacional.

Japón se siente muy feliz con el Círculo Imperial, y quiere que éste prolongue su existencia durante el mayor tiempo posible. Los funcionarios japoneses formulan esta política de la siguiente mane-



ra: *Queremos que los Estados Unidos prosperen como la potencia económica líder en el mundo, porque eso nos permite prosperar como el número dos.*

En los hechos, Japón usa a los Estados Unidos en la misma forma en que un ciclista usa un auto que lo precede: para cortar la resistencia del aire. Japón quiere estar detrás de los Estados Unidos mientras sea posible, y con este fin está dispuesto a financiar el déficit del presupuesto estadounidense. Los flujos de capitales japoneses hacia el exterior crecieron de \$ 17.700 millones en 1983 a \$ 49.700 millones en 1984, y la tendencia sigue en aumento. Este ha sido el factor individual más importante para mantener bajo el yen. Ahora que la tendencia del dólar se ha invertido, el yen puede valorizarse frente al dólar, pero es probable que caiga frente a las divisas europeas.

Me ha sido muy difícil llegar a esta conclusión. En los años 70, Japón siguió la política de mantener elevado el valor del yen, creando una valla alta que los exportadores debían superar para exportar con provecho. Esta política tuvo mucho éxito al favorecer las industrias en las cuales Japón tenía las mayores ventajas competitivas, y al desalentar las exportaciones más antiguas y menos rentables. Yo habría esperado que en un ámbito en que el resto del mundo estaba cada vez menos dispuesto a tolerar un superávit de exportaciones japonesas, ese país elevaría una vez más el mecanismo de los precios, con el fin de racionar sus exportaciones, antes que exponerse a restricciones cuantitativas. Esto habría significado una política de tipos de cambio altos.

Fallé en reconocer la disimilitud fundamental entre los dos conjuntos de circunstancias. En la década del 70, la inversión interna era todavía muy elevada, y se hacía necesario racionar los ahorros disponibles; un tipo de cambio alto operaría como un método eficaz de asignación de recursos. Ahora hay un exceso de ahorros, para los cuales se deben encontrar salidas: la mejor respuesta es la exportación de capitales. La resistencia a las exportaciones japonesas sigue siendo un escollo que los japoneses esperan superar brindando con-



diciones generosas de crédito. De ahí la predisposición a financiar el déficit presupuestario de los Estados Unidos.

La respuesta norteamericana es ambivalente. Algunos elementos de su administración presionan por un yen más alto; otros puján por la venta de títulos del gobierno de los Estados Unidos a los japoneses. Resulta irónico que haya sido la presión norteamericana para liberalizar los mercados de capitales la que llevó a la actual compra masiva por Japón de bonos del Tesoro norteamericano. El diferencial de tasas de interés en favor de los Estados Unidos era muy grande, alcanzando en ciertos momentos un 6 %.

Una vez que se abrieron las compuertas, las instituciones japonesas se pusieron en fila para comprar títulos estadounidenses. Desde que el dólar comenzó a declinar, el retorno total se ha vuelto menos favorable, pero eso no ha desalentado a los inversores japoneses. Por el contrario, parecen creer que el riesgo cambiario es menor ahora que el dólar ha bajado. Los inversores japoneses son aún más gregarios que sus colegas norteamericanos. Si su tendencia se modificara, podría haber una estampida en sentido contrario. Pero es altamente improbable: las autoridades actúan como pastores del rebaño, y harán lo necesario para impedir una estampida. Si mi análisis es correcto, es probable que mantengan la valorización del yen en un nivel suficientemente moderado como para preservar la tendencia prevaleciente en favor de los bonos del gobierno de los Estados Unidos.

Debería explicar también mis puntos de vista sobre los precios del petróleo. Una baja es más o menos inevitable. La capacidad de producción excede en gran medida la demanda, y el cartel se está desintegrando. Casi todos los miembros de la OPEP, con la excepción de Saudi Arabia y Kuwait, hacen trampas con los precios. Como consecuencia, la producción saudita ha caído a niveles insosteniblemente bajos. La única forma en que Arabia Saudita podría reafirmar su control consiste en emprender una guerra de precios total, que demostrara la fuerza de su posición en el mercado como productora a bajo costo. Pero esta fuerza es contrarrestada por su



debilidad política. El resultado es un estancamiento que deja inmovilizada a Arabia Saudita.

Los participantes en el mercado se están reforzando ante la tormenta inminente, pero mientras tanto prevalece la calma. Los precios *spot* están muy firmes, pues nadie quiere mantener ningún inventario. Probablemente, cuanto mayor sea el plazo durante el cual se acumule la presión, tanto más violenta será la tormenta cuando finalmente se desencadene. La curva de oferta está invertida. En su mayoría, los productores necesitan generar una cierta cantidad de dólares; a medida que el precio baje, intentarán aumentar la cantidad vendida, hasta que el precio descienda por debajo del punto al cual los que producen a altos costos puedan cubrir sus gastos. Muchos entre ellos no podrán atender el servicio de su deuda. Los Estados Unidos se verán obligados a introducir un arancel aduanero proteccionista para salvar a sus propios productores, y es probable que la protección se extienda también a México, a condición de que este país continúe respetando las reglas del juego en el tema de la deuda.

He mantenido una posición corta en el sector del petróleo durante mucho tiempo, y eso me ha costado un montón de dinero. Los futuros se venden con una gran diferencia con respecto al efectivo: hacer un *carry forward*, es decir, pasar la posición hacia más adelante, puede llegar a costar un 2 % mensual. Ahora me inclino por cerrar las posiciones que mantengo para los meses más cercanos, y establecer una posición corta para la próxima primavera. El precio sería más bajo, pero el descuento mensual bajaría igualmente. Si mi análisis es correcto, cuanto más tarde llegue la ruptura, tanto mayor será.

Los puntos de vista que he esbozado aquí fundamentan mis decisiones macroeconómicas de inversión. Pero no contestan la pregunta: ¿qué pasará con el Círculo Imperial? Sobre este tema, mi bola de cristal está empañada.

Si las demás condiciones se mantuvieran iguales, la recesión, si se produjera, debería ser suave. La política monetaria se ha aflojado



aún antes de que entremos en una recesión; los inventarios están controlados en forma estricta, y un dólar declinante debería dar alivio al sector de bienes transables, aunque tal vez el beneficio sólo se advierta con una demora de 6 a 18 meses. Pero las demás condiciones no se mantienen iguales. La estructura financiera ya está bajo presión, y es posible que no pueda resistir una recesión: las faltas de pago podrían adquirir un carácter autorreforzante, tanto en el plano interno como en el internacional. Las autoridades financieras tienen plena conciencia del peligro, y están decididas a hacer todo lo que esté a su alcance para prevenirlo. Si hubiera que optar entre la recesión y la inflación, las chances se inclinarían en favor de la inflación. Este no es un pronóstico sino una lectura de la actual política monetaria.

La inflación no vendría del todo mal: haría más tolerable la carga de la deuda, al reducir las tasas de interés reales y al empujar hacia arriba los precios de las *commodities*. El problema consiste en saber si una política inflacionaria podría tener éxito. Es probable que genere una reacción alérgica en los mercados financieros, provocando una fuga con respecto al dólar y un ascenso en las tasas de interés nominales. Si los extranjeros no estuvieran ya dispuestos a financiar nuestro déficit presupuestario, debería haber una reducción del PBI de los Estados Unidos, de una manera u otra. Pero entonces los japoneses podrían estar dispuestos a continuar prestándonos dinero, aun si eso les significara un retorno negativo.

LUNES, 9 DE SETIEMBRE DE 1985

El experimento tuvo un mal comienzo. Las divisas llegaron a un pico poco tiempo después de que yo había tomado toda mi posición, y se hundieron en forma precipitada en estos tres últimos días. También los bonos se fueron hacia arriba y luego cayeron. La suba de los bonos fue suficiente para asustarme y hacerme salir con pérdidas de mi pequeña posición corta, pero me mantuve con mis posiciones largas en divisas, en las cuales ahora también tengo pérdidas.



## El Experimento en tiempo real

Lo único que ha trabajado a mi favor es el petróleo, donde aproveché un mercado fuerte para extender mis posiciones cortas hasta la próxima primavera. Mirándolo bien, mi actividad como *trader* ha sido mediocre, y estoy perdiendo mucho desde el comienzo del experimento. Por suerte, las ganancias que hice al comienzo de este año me dejan en una posición todavía cómoda.

Septiembre 6, 1985							
	Cierre 9/6/85	% de cambio desde 8/16		Cierre 9/6/85	% de cambio desde 8/16		
DM	2.9235	- 6.0	S&P 500	188.24	+ 1.1		
¥	242.10	- 2.3	Bonos-T USA	75 16/32	- 1.6		
£	1.3275	- 5.2	Eurodólares	91.66	- .3		
Oro	320.70	- 5.1	Petróleo crudo	27.75	- 1.0		
			Bonos japoneses	—			
Quantum Fund: capital accionario			\$ 627,000,000				
Valor de activos fijos por acción			\$ 4,238				
Cambio desde 12/31/84			- 3.2%				
		Cambio neto (2)		Cambio neto (2)			
Posiciones de Inversión (1)	Largo	Corto	desde 8/16	Exposición neta a las divisas (6)	Largo	Corto	desde 8/16
Acciones				Relac. con el DM	491		+ 24
Acciones USA	653	(65)	- 16	Yen japonés	308		+ 64
Acciones extranjeras	163		- 20	Libra esterlina	10		+ 1
Bonos (3)				Dólar USA		(182)	- 109
Gobierno USA				Otras divisas	45		- 5
Corto plazo (4)			+ 67				
Largo plazo			+ 46				
Commodities							
Petróleo		(145)	- 24				
Oro							

La causa del revés es un aluvión de estadísticas que indican una recuperación económica. La oferta monetaria subió de una manera vertiginosa, el déficit comercial declinó, las cifras del empleo mejo-



raron, del mismo modo que las ventas minoristas. Las ventas de autos, en particular, subieron vertiginosamente durante los primeros diez días, en que las empresas automotrices ofrecieron condiciones de crédito favorables. Estos elementos de juicio implican que el caballo está bebiendo, después de todo.

Me inclino a luchar contra estas evidencias, y si observo la situación con suficiente detenimiento puedo encontrar sutilezas en cantidad suficiente para explicar la mayor parte de las cifras. Queda en pie un hecho: la oleada de ventas de automotores basta para justificar el programa más bien agresivo de producción con el cual han estado operando las empresas automotrices. Una revisión más detenida muestra que casi todas las mejoras en materia de empleo estuvieron relacionadas con la industria automotriz.

Por el momento, persisto en pensar que la economía es sumamente débil. La baja del dólar no ha sido suficientemente pronunciada para traer alivio a la industria. La agricultura está peor que nunca. La construcción de casas podría dar un nuevo impulso a la economía -la vivienda depende fundamentalmente de las tasas de interés y del empleo- pero creo que las consecuencias de la contracción del crédito y del deterioro de los avales, tal como lo demuestra el colapso de EPIC, la subsidiaria de Planeamiento Accionario de la Asociación Comunitaria de Ahorro y Préstamos de Maryland, están destinadas a deprimir la industria de la construcción. La deuda de los consumidores es fuerte, y las fuertes ventas de autos que hay ahora reducirán las ventas en el futuro. Cuando salgan a la venta durante el mes próximo los modelos 1986, la economía debería deslizarse de nuevo hacia la situación en que estaban antes de que las empresas automotrices comenzaran su alimentación forzada con condiciones crediticias promocionales.

La Reserva Federal es reacia a endurecer el crédito, a causa de las numerosas debilidades de la estructura financiera. Si se crearan dólares con mayor rapidez que la velocidad a la cual los extranjeros estarían dispuestos a absorberlos, el tipo de cambio debería reanudar su declinación, a menos que la economía resultara suficiente-



mente fuerte para inducir a la Reserva Federal a un ajuste. Se vuelve siempre a la misma cuestión: el vigor de la economía.

Como no logro resolver ese tema, me guiaré por el mercado. El marco alemán parece haber establecido una pauta que consiste en una aguda suba, una caída igualmente aguda y una reacción a mitad de camino, seguida por un periodo de consolidación. Si esta pauta se mantuviera, deberíamos estar en la parte inferior de la segunda caída. Eso se encuadraría bien en mi escenario económico. Si la pauta se modificara, debería recortar mi exposición hasta poder reevaluar mi escenario económico. Esto tendría como resultado inevitable una pérdida. En efecto, si mis expectativas fueran correctas, no podría restablecer mi posición sin pagar, y si estuviera equivocado, experimentaría una pérdida adicional sobre la media posición que mantenía. Esa es la penalidad que debería aceptar por haber tomado una posición demasiado grande en un momento inoportuno.

Si mis posiciones en divisas resultaran más seguras, pensaría en comprar algunos bonos del gobierno en el próximo movimiento de fondos, porque las tasas de interés reales están alcanzando una vez más niveles insostenibles, en especial si Arabia Saudita aumenta realmente la producción de petróleo. Mis opiniones sobre el largo plazo están comenzando a girar nuevamente hacia el pesimismo. La estructura financiera ha experimentado un daño adicional. Ya he mencionado el asunto de EPIC; el Sistema de Crédito Agrario ha dado estado público a sus problemas, y la crisis de liquidez en Sudáfrica está fijando un nuevo precedente, que puede alentar a los bancos a actuar con rapidez aún mayor la próxima vez que se presente una situación similar. Si bien la economía de los Estados Unidos está dando signos de vigor, la situación de nuestras instituciones financieras es más débil de lo que parecía hace pocas semanas.

SABADO, 28 DE SETIEMBRE DE 1985

Vivimos en una época apasionante. La reunión de emergencia de los ministros de finanzas y de los presidentes de los Bancos Centrales



## Fase 1: agosto 1985 - diciembre 1985

MARCO ALEMÁN, DICIEMBRE 1985

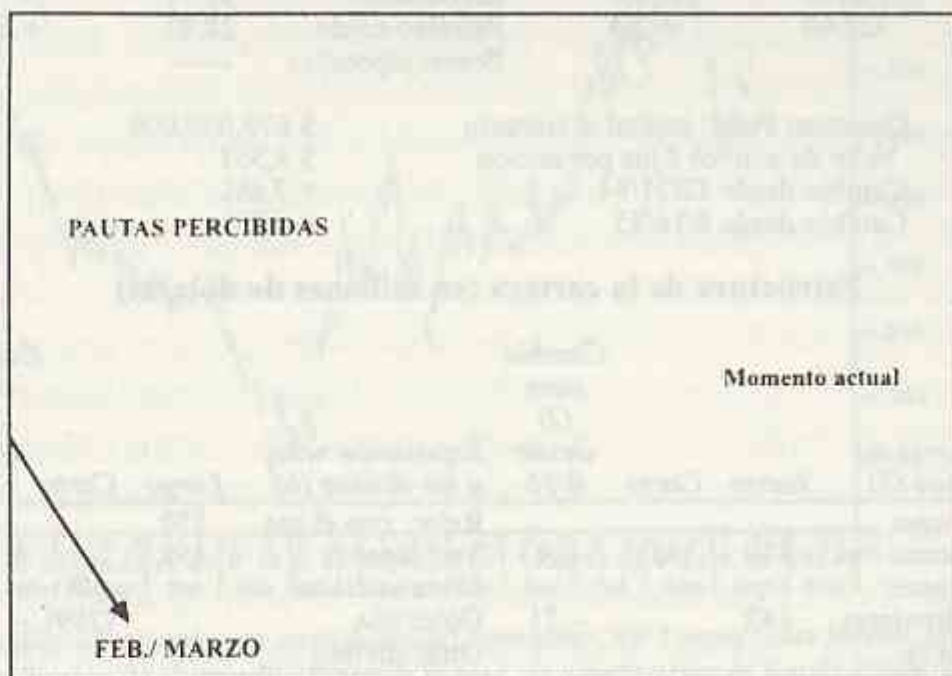
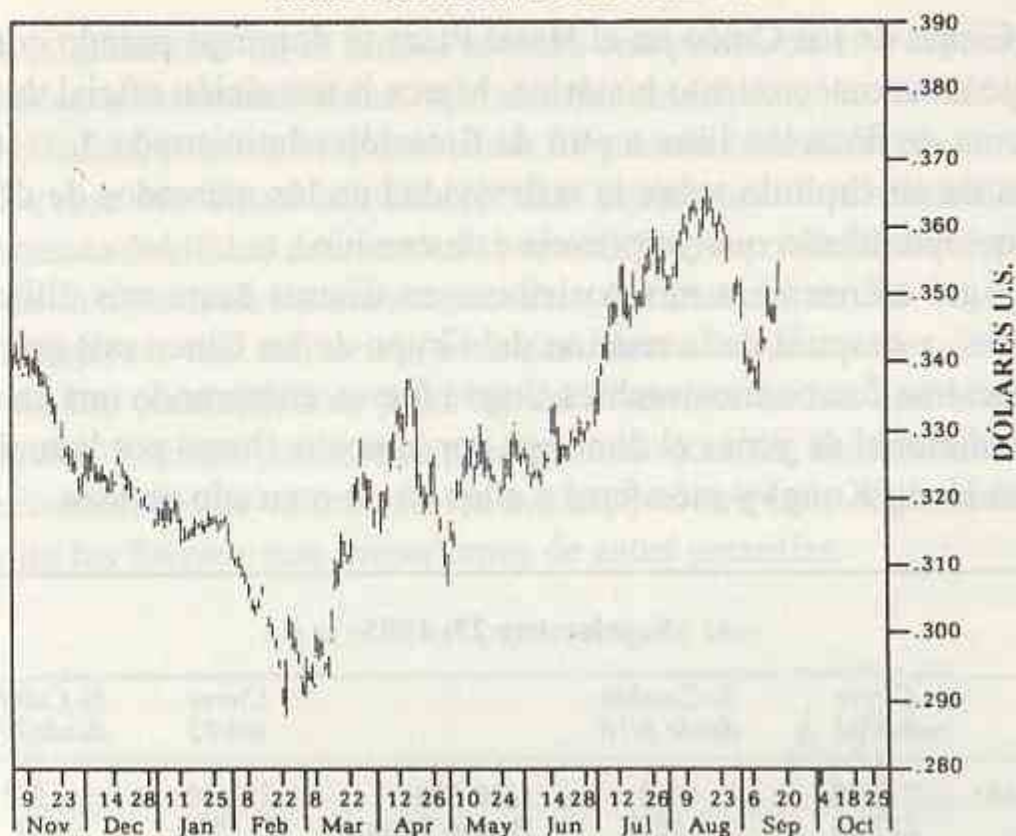


Gráfico reproducido con autorización del semanario CRB Futures Chart Service. El FCS es una publicación de Commodity Research Bureau, un departamento de Knight-Ridder Business Information Service. Todo el material está protegido por un Copyright y no puede ser reproducido sin autorización.



del Grupo de los Cinco en el Hotel Plaza el domingo pasado constituye un acontecimiento histórico. Marca la transición oficial de un sistema de flotación libre a otro de flotación administrada. Los lectores de mi capítulo sobre la reflexividad en los mercados de divisas comprenderán que yo preveía este cambio.

Logré aferrarme a mis posiciones en divisas hasta mis últimas fuerzas, y después de la reunión del Grupo de los Cinco mis golpes financieros fueron memorables. Jugué fuerte, comprando una cantidad adicional de yenes el domingo por la noche (lunes por la mañana en Hong Kong) y me aferré a ellos en un mercado en alza.

### Septiembre 27, 1985

	<i>Cierre</i> 9/6/85	<i>% Cambio</i> desde 8/16		<i>Cierre</i> 9/6/85	<i>% Cambio</i> desde 8/16
DM	2.6820	+ 8.3	S&P 500	181.30	- 3.7
¥	217.24	+ 10.3	Bonos-T USA	75 18/32	+ .1
£	1.4190	+ 6.9	Eurodólares	91.71	+ .1
Oro	328.40	+ 2.4	Petróleo crudo	28.93	+ 4.3
			Bonos japoneses	—	

Quantum Fund: capital accionario	\$ 675,000,000
Valor de activos fijos por acción	\$ 4,561
Cambio desde 12/31/84	+ 7.6%
Cambio desde 8/16/85	+ 4.2%

### Estructura de la cartera (en millones de dólares)

<i>Posiciones de</i> <i>Inversión (1)</i>	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>Cambio</i> <i>neto</i> <i>(2)</i> <i>desde</i> <i>8/16</i>	<i>Exposición neta</i> <i>a las divisas (6)</i>	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>Cambio</i> <i>neto</i> <i>(2)</i> <i>desde</i> <i>8/16</i>
Acciones				Relac. con el DM	550		+ 59
Acciones USA	530	(85)	- 143	Yen Japonés	458		+ 150
Acciones extranjeras	142		- 21	Libra esterlina		(44)	- 54
Bonos (3)				Dólar USA		(289)	- 107
Gobierno USA				Otras divisas	16		- 29
Corto plazo (4)							
Largo plazo		(77)	- 77				
Commodities							
Petróleo		(176)	- 31				
Oro							



Las ganancias de la última semana compensaron con creces las pérdidas acumuladas en las operaciones con divisas en los últimos cuatro años, y en su conjunto ahora he pasado bien al frente.

Lo que me alentó a mantener mis posiciones en divisas fue la acentuada debilidad del mercado bursátil. La fuerza del dólar depende de la fuerza de la economía. Una declinación de las acciones puede ejercer una influencia considerable en las decisiones de gastos de los consumidores y en las de inversión de los hombres de negocios. Por otra parte, si se produce una recesión, será debido a la declinación de los valores de los avales, y el mercado accionario es una de las fuentes más importantes de estas garantías.

MARCO ALEMÁN, DICIEMBRE 1985

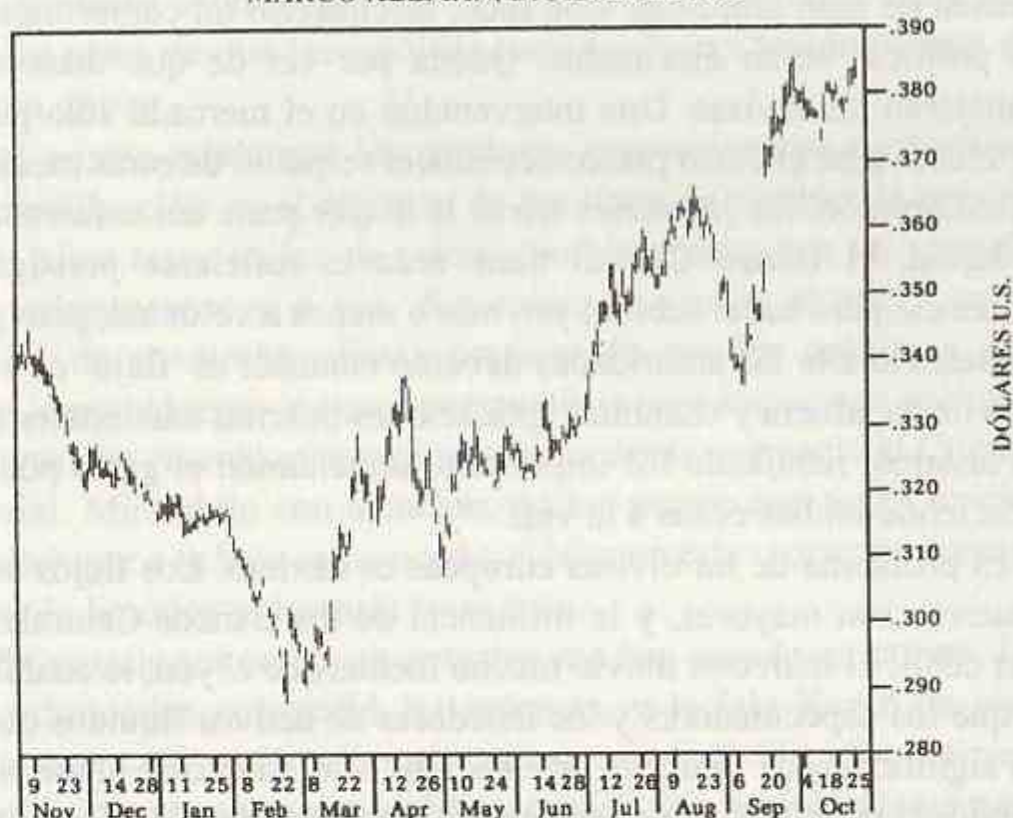


Gráfico reproducido con autorización del semanario CRB Futures Chart Service. El FCS es una publicación de Commodity Research Bureau, un departamento de Knight-Ridder Business Information Service. Las oficinas editoriales de CRB están en la siguiente dirección: 100 Church St., Suite 1850, New York, NY 10007. Todo el material está protegido por un Copyright y no puede ser reproducido sin autorización.



El marco alemán apenas se mantuvo en la pauta prevista, y mis nervios fueron sometidos a una dura prueba, pero en el momento en que se reunió el Grupo de los Cinco esa divisa se había recuperado de acuerdo con lo previsto. Me hace feliz informar que la reacción del mercado ante la reunión superó lo esperado. Las pautas existen para ser violadas cuando se producen acontecimientos históricos, y la reunión mencionada lo es realmente.

La reunión fue organizada por iniciativa del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos. La Reserva Federal participó en ella en una etapa relativamente tardía: su objetivo principal consistía en atenuar las presiones proteccionistas. La reunión se realizó en una situación de emergencia, y no se elaboró por adelantado ninguna medida de gran amplitud. Con todo, se concertó un compromiso, y las políticas serán ejecutadas. Queda por ver de qué manera se manejarán las divisas. Una intervención en el mercado sólo puede ser efectiva en el corto plazo: necesita el respaldo de otras medidas. En mi opinión, los japoneses harán la mayor parte del esfuerzo. En el Japón, el Banco Central tiene todavía suficiente prestigio e influencia para hacer subir el yen más o menos a voluntad; pero para mantenerlo alto las autoridades deberán contener el flujo de capitales hacia afuera y encontrar aplicaciones internas adicionales para los ahorros, rebajando los impuestos, aumentando el gasto público o haciendo ambas cosas a la vez.

El problema de las divisas europeas es distinto. Los flujos especulativos son mayores, y la influencia de los Bancos Centrales es más débil. El marco se movió mucho menos que el yen, lo cual indica que los especuladores y los tenedores de activos líquidos dudan del significado de la nueva orientación. Si el marco se sigue revaluando, la dificultad consistirá en detener la tendencia. No me sorprendería que Volcker invirtiera la mayor parte de su tiempo el domingo examinando la forma no de hacer caer el dólar sino de evitar su caída.

Desde la reunión del Plaza me he concentrado en el yen, porque es la divisa que tiene importancia desde el punto de vista de los sen-



timientos proteccionistas, pero si la política de intervención tuviera éxito me quedaría con el marco durante un plazo mayor que con el yen. Este último se revalorará a un nivel razonable, digamos a 200 por dólar, pero el marco podría sobrevalorarse. En última instancia, la jugada real puede ser el oro, especialmente si se produce una recesión en los Estados Unidos.

La situación, en cuanto al precio de las acciones, ha sido mucho peor que lo esperado. En realidad, compré los futuros de S&P (Standard and Poors) después de la reunión del Grupo de los Cinco para hacer un buen negocio, y tuve que liquidar la posición a pérdida. En conjunto, el movimiento en el mercado resulta inquietante. La erosión de los avales parece mucho peor de la que prevé hace algunos meses. Ahora creo que la economía se deslizará hacia una recesión antes de que las medidas tomadas hayan tenido tiempo de traer un alivio.

Del mismo modo que las presiones proteccionistas provocaron una modificación en el régimen de los tipos de cambio, la presión de las altas tasas reales de interés podría conducir a un acuerdo sobre armamentos y a una distensión de vastos alcances en la Cumbre de noviembre. Estoy preocupado por los próximos seis meses, pero entreveo mejores perspectivas para iniciativas políticas positivas que en cualquier otro momento desde que nació el Círculo Imperial. Mirándolo con atención, no me parece que tenga mucho sentido jugar a la baja en acciones, si bien en este momento aprecio mucho la liquidez y desearía tener más.

Mis posiciones cortas en petróleo me han jugado en contra. La Unión Soviética suspendió las entregas, y la Isla Kargh ha sido puesta fuera de acción de una manera efectiva. Decidí cubrir mi posición corta para marzo y abril tomando una posición larga para enero. Entre ahora y enero el descuento es el mayor. Mantener abierta una posición corta se ha vuelto muy costoso. Al comprar para enero he detenido efectivamente el reloj; me propongo restablecer mi posición corta más adelante.



## El Experimento en tiempo real

Octubre 18, 1985					
	<i>Cierre</i> <i>10/18/85</i>	<i>% de cambio</i> <i>desde 9/27</i>		<i>Cierre</i> <i>10/18/85</i>	<i>% de cambio</i> <i>desde 9/27</i>
DM	2.6265	+ 2.1	S&P 500	187.04	- 3.2
¥	214.75	+ 1.1	Bonos-T USA	76 22/32	+ 1.5
£	1.4290	+ .7	Eurodólares	91.80	+ .1
Oro	362.80	+ 10.5	Petróleo crudo	29.52	+ 2.0
			Bonos japoneses	—	
Quantum Fund: capital accionario				\$ 721,000,000	
Valor de activos fijos por acción				\$ 4,868	
Cambio desde 12/31/84				+ 6.7%	
Cambio desde 8/16/85				+ 11.2%	
<b>Estructura de la cartera (en millones de dólares)</b>					
<i>Posiciones de</i> <i>Inversión (1)</i>	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>Cambio</i> <i>Neto</i> <i>(2)</i> <i>desde</i> <i>8/16</i>	<i>Exposición neta</i> <i>a las divisas (6)</i>	<i>Cambio</i> <i>Neto</i> <i>(2)</i> <i>desde</i> <i>8/16</i>
Acciones					
Acciones USA 522	(148)	- 71		Relac. con el DM 550	+ 59
USA Index				Yen japonés 458	+ 150
Futures	(121)	- 121		Libra esterlina	(44) - 54
Acciones				Dólar USA	(289) - 107
extranjeras 152		+ 10		Otras divisas	34 + 18
Bonos (3)					
Gobierno USA					
Corto plazo (4)					
Largo plazo			+ 77		
Commodities					
Petróleo	(37)	+ 139			
Oro					

DOMINGO, 20 DE OCTUBRE DE 1985

En el mercado de divisas han abundado los rumores acerca de medidas inminentes durante la visita del primer ministro japonés Yasuhiro Nakasone a los Estados Unidos. Me inclino por no darles crédito. Estoy utilizando la fuerte situación actual para reducir en



cierta medida mis posiciones cortas en dólares. Tengo la intención de aumentarlas durante el periodo de reembolso de los bonos estadounidenses.

Desde la reunión del Grupo de los Cinco hubo muchas polémicas entre el Departamento del Tesoro y la Casa Blanca, por un lado, y la Reserva Federal por el otro, algunas de las cuales han llegado hasta la prensa. Los políticos parecen propiciar una intervención sucia en los mercados de divisas, en tanto que la Reserva Federal ha esterilizado religiosamente todos los dólares que liquidó, vendiendo una cantidad equivalente de letras de tesorería.

Los políticos alegan que a la larga una intervención esterilizada nunca da resultado, pero si se permitiera que la venta de dólares elevara la oferta monetaria, el tipo de cambio estaría destinado a caer. La réplica de Volcker es que no hay necesidad de ser tan agresivos, porque el dólar va a bajar de cualquier manera. Si el mercado quedara anegado en dólares, esta divisa podría entrar en una caída libre que sería muy difícil detener. Volcker parece más preocupado por impedir un colapso que por provocar una baja, y simpatizo con lo que creo que es su posición.

Si yo estuviera en su lugar, mantendría estables las tasas de interés hasta que se completara el reembolso, vendiendo a los extranjeros todos los dólares que quisieran con el objeto de comprar títulos del gobierno, y bajaría las tasas de interés después de las licitaciones. Tales medidas asegurarían el éxito de estas últimas, y me brindarían una gran reserva para contener la declinación del dólar cuando éste hubiera bajado suficientemente. La economía está muy débil, y tanto las tasas de interés como el dólar deberían ser llevados hacia abajo. Esperando en el marco de una tasa de interés reducida hasta después de las licitaciones, me sería posible realizar una venta esterilizada en gran escala de dólares, que más tarde parecería muy eficaz.

Es esta línea argumental la que me impulsa a comprar algunos dólares ahora. El mercado podría sentirse decepcionado si no hubiera medidas inmediatas con respecto a las tasas de interés, que permitieran a la Reserva Federal vender dólares a precios más altos.



Ese es el momento en que quiero elevar aún más mi posición corta. También estoy interesado en comprar bonos en el momento del reembolso, a menos que mientras tanto suban demasiado. No he hecho ningún movimiento importante en el mercado bursátil, pero he reducido poco a poco mis posiciones largas y he ampliado mis posiciones cortas hasta un punto en que mi exposición al mercado parece ligeramente negativa, aunque mis posiciones largas exceden con mucho las cortas en cantidades reales de dólares. Estoy aumentando mis posiciones cortas en bancos de Texas y de California.

SABADO, 2 DE NOVIEMBRE DE 1985

Me equivoqué en mi *timing*. Mis ventas de dólares parecían buenas hasta que el Banco Central japonés nos tomó por sorpresa, a mí y al resto de la plaza, al elevar las tasas de interés a corto plazo. Lo consideré el comienzo de una nueva fase en el plan del Grupo de los Cinco, en la que se influye sobre los tipos de cambio no sólo mediante una intervención directa sino también ajustando las tasas de interés. Por ende, acumulé yenes. Cuando esta divisa se movió, recompré los marcos que había vendido. Perdí dinero en la operación, pero terminé teniendo una mayor posición, tal como lo quería. A los precios de hoy, realicé una ganancia con esta manio-  
bra.

Parece poco saludable aumentar la propia exposición mientras evoluciona una tendencia, porque lo hace a uno más vulnerable a un cambio transitorio de su sentido. Se recordará que un cambio de este tipo casi me hizo deglutir mis divisas en un momento inoportuno, en una etapa anterior de este experimento. No obstante, estoy dispuesto a aumentar mi exposición, porque creo que el margen para que ocurra un cambio en el sentido de la tendencia se ha reducido. Una de las generalizaciones que enuncié acerca de los tipos de cambio en flotación libre es que la volatilidad a corto plazo es máxima en los puntos de inflexión y disminuye a medida que la tendencia se confirma. Esa es la situación ahora. El hecho de que ya no estemos en



Fase 1: agosto 1985 - diciembre 1985

un sistema de tipos de cambio en flotación libre debería reducir aún más el riesgo de una inversión de la tendencia.

Noviembre 1, 1985							
	<i>Cierre</i> <i>11/1/85</i>	<i>% de cambio</i> <i>desde 10/18</i>		<i>Cierre</i> <i>11/1/85</i>	<i>% de cambio</i> <i>desde 10/18</i>		
DM	2.5910	+ 1.4	S&P 500	191.48	+ 2.4		
¥	208.45	+ 2.9	Bonos-T USA	78 <sup>23</sup> / <sub>32</sub>	+ 2.6		
£	1.4415	+ .9	Eurodólares	92.07	+ .3		
Oro	326.10	+ 10.1	Petróleo crudo	30.39	+ 2.9		
			Bonos japoneses	92.75			
Quantum Fund: capital accionario				\$ 759,000,000			
Valor de activos fijos por acción				\$ 5,115			
Cambio desde 12/31/84				+ 5.1%			
Cambio desde 8/16/85				+ 16.8%			
Estructura de la cartera (en millones de dólares)							
<i>Posiciones de</i> <i>Inversión (1)</i>	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>Cambio</i> <i>neto</i> <i>(2)</i> <i>desde</i> <i>8/16</i>	<i>Exposición neta</i> <i>a las divisas (6)</i>	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>Cambio</i> <i>neto</i> <i>(2)</i> <i>desde</i> <i>8/16</i>
Acciones				Relac. con el DM	630		- 50
Acciones USA 546		(148)	+ 24	Yen japonés	813		+ 267
US Index				Libra esterlina		(88)	- 16
Futures		(46)	+ 75	Dólar USA		(596)	- 163
Acciones				Otras divisas	34		0
extranjeras 209			+ 57				
Bonos (3)							
Gobierno USA							
Corto							
Plazo (4) 28			+ 28				
Largo							
Plazo 456			+ 456				
Commodities							
Petróleo		(186)	- 149				
Oro							

Los participantes en el mercado no han reconocido todavía las nuevas reglas; la cantidad de exposición que están dispuestos a afrontar se ve influida por la volatilidad que han experimentado en el pasado. Las mismas consideraciones son válidas para mí, pues en



caso contrario habría alcanzado mi actual nivel de exposición mucho antes, y habría ganado aún más dinero con el movimiento. Cuando todos los participantes se hayan adaptado, las reglas de juego cambiarán nuevamente. Si las autoridades manejan bien la situación, las compensaciones por especular en divisas estarán en proporción con los riesgos. Con el tiempo, los especuladores se sentirán desalentados por la falta de compensaciones, las autoridades habrán alcanzado su objetivo, y para mí habrá llegado el momento de dejar de especular.

Se me ha escapado también el comienzo de un movimiento en materia de bonos. Cuando las tasas de interés subieron en Japón y, en menor medida, en Alemania, el mercado reconoció que las tasas debían caer en los Estados Unidos, y los precios de los bonos subieron, en previsión de esa baja. Mi plan bien madurado de comprar en la licitación se encontró con otros compradores que tenían un derecho de prioridad. Tuve que correr detrás de un vehículo en movimiento y treparme a él de la mejor manera que pude. Hasta ahora he establecido una media posición, a precios no muy buenos. Pienso doblarla en la próxima serie de licitaciones en noviembre. También tengo la intención de aumentar mi exposición en el mercado bursátil, por razones que explicaré luego.

Es un buen momento para reevaluar todo el panorama. La controversia alrededor de la enmienda Gramm-Rudman ha demostrado con claridad que la opinión pública está a favor de recortar el déficit del presupuesto. Esta enmienda fue una brillante estratagema para permitir que el presidente recortara programas que de otro modo habrían sido intocables. Los recortes debían comenzar después de las elecciones de 1986. La Cámara de representantes dio un paso más adelante, al insistir en que debían comenzar en el actual año fiscal, recayendo en forma más acentuada sobre los gastos de defensa. La versión del Senado habría favorecido a los Republicanos en la elección de 1986, pero los demócratas de la Cámara dieron vuelta la tortilla, eximiendo del recorte muchos programas sociales y adelantando la fecha efectiva de la entrada en vigor de la enmienda.



La Casa Blanca está en un aprieto: debe hacer algo acerca del déficit del presupuesto para dar lugar a una baja de las tasas de interés, pero elevar los impuestos antes de las elecciones de 1986 sería suicida. Hay una salida: llegar a algún acuerdo con la Unión Soviética en la reunión de la Cumbre, y reducir los gastos de defensa. De esta manera, la cuestión del presupuesto quedaría resuelta y los republicanos podrían competir en la elección presentándose como el partido de la paz. Queda por ver si Reagan está interesado en esta solución.

Si fuera así, entraríamos en una fase de gran prosperidad, con tasas de interés más reducidas, un dólar más bajo y un auge bursátil. El entusiasmo provocado por estos movimientos contribuiría a poner nuevamente en marcha la economía, y el Plan Baker anunciado en la reciente reunión anual del Banco Mundial en Seúl contribuiría a impedir el colapso de países fuertemente endeudados. La manía de las fusiones recibiría un último empujón, dado por tasas de interés más bajas, pero finalmente se quedaría sin fuerzas, porque la suba de las acciones volvería antieconómico realizar nuevas transacciones en este terreno.

Con los beneficios de la reestructuración de las corporaciones, las utilidades subirían en un ambiente más benigno, y gracias a la contracción de los capitales accionarios que se ha producido los precios de las acciones podrían perforar el techo. Con el tiempo, el auge sería seguido por un derrumbe, en el cual las transacciones antieconómicas se desplomarían y el problema de la deuda internacional nos obsesionaría de nuevo, pero los precios de las acciones deberían subir antes de experimentar un colapso. Ese es el motivo por el cual estoy pensando en elevar mi exposición en el mercado bursátil.

Nos estamos acercando al momento de la verdad. Si Reagan desperdicia en forma chapucera su oportunidad, las consecuencias podrían ser serias. Estamos revoloteando al borde de una recesión, y necesitamos al mismo tiempo tasas de interés más reducidas y un dólar más bajo para impedir una ruptura de la cadena de créditos.



Aun así, podría ser necesaria una alta dosis de estimulación monetaria para poner de nuevo en marcha la economía.

Hace falta tiempo para que la declinación del valor del dólar traiga un alivio frente a la competencia de las importaciones. En primera instancia, la expectativa de precios más altos puede desviar la demanda interna hacia los bienes importados. Sólo una caída significativa en las tasas de interés a corto plazo, acompañada por mejores precios de los bonos y las acciones, podría revertir el estado de ánimo a tiempo para impedir una recesión. Sin un acuerdo sobre la enmienda Gramm-Rudman, el mercado de los bonos podría sentirse decepcionado, la Reserva Federal sería agresivamente reacia a tasas de interés más bajas, y la erosión de los avales continuaría.

El colapso del Consejo Internacional del Estaño ilustra perfectamente esta erosión. Ahora el derrumbe de la OPEP es sólo cuestión de tiempo. Estoy aumentando mis posiciones cortas en petróleo para entregas desde enero hasta marzo. Por la misma razón, estoy comprando acciones de refinadoras de petróleo, porque el aumento del flujo debería mejorar sus márgenes. En cuanto al cuadro general, el próximo par de semanas dirá lo que puede suceder. La reunión de la Cumbre es el 19 de noviembre, y el debate sobre el presupuesto debe estar terminado antes de la próxima licitación. Por esto he decidido esperar hasta la licitación antes de tomar una posición completa en bonos.

SABADO, 9 DE NOVIEMBRE DE 1985

Mis puntos de vista sobre las divisas están siendo puestos a prueba. Después de una fuerte suba del yen, hubo una drástica inversión el jueves pasado. Me dijeron que el Bundesbank había comprado dólares por debajo de DM 2,60, pero que los había revendido a DM 2,64 el viernes. Como pienso que hay menor riesgo en el mercado, me negué a dejarme vencer por el pánico.



Fase 1: agosto 1985 - diciembre 1985

Noviembre 8, 1985							
	<i>Cierre 11/8/85</i>	<i>% de cambio desde 11/1</i>		<i>Cierre 11/8/85</i>	<i>% de cambio desde 11/1</i>		
DM	2.6220	- 1.2	S&P 500	193.72	+ 1.2		
¥	205.50	+ 1.4	Bonos-T USA	79 21/32	+ 1.2		
£	1.4170	- 1.7	Eurodólares	92.14	+ .1		
Oro	324.20	- 0.6	Petróleo crudo	30.45	+ .2		
			Bonos japoneses	93.70	+ 1.0		
Quantum Fund: capital accionario				\$ 782,000,000			
Valor de activos fijos por acción				\$ 5,267			
Cambios desde 12/31/84				+ 3.0%			
Cambios desde 8/16/85				+ 20.3%			
Estructura de la cartera (en millones de dólares)							
<i>Posiciones de Inversión (1)</i>	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>Cambio Neto (2) desde 8/16</i>	<i>Exposición neta a las divisas (6)</i>	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>Cambio Neto (2) desde 8/16</i>
Acciones				Relac. con el DM	654		+ 24
Acciones USA 569	(127)	+ 44		Yen japonés	806		- 7
US Index				Libra esterlina		(86)	+ 2
Futures		+ 46		Dólar USA		(592)	+ 4
Acciones extranjeras 206		- 3		Otras divisas	42		+ 8
Bonos (3)							
Gobierno USA							
Corto							
plazo (4) 82		+ 54					
Largo plazo 498		+ 42					
Commodities							
Petróleo		(187)	- 1				
Oro							

El mercado de bonos está preparado para un salto hacia arriba. Existen grandes posiciones con opciones en futuros de bonos del Tesoro que vencen el viernes próximo. Si el precio de los futuros se mueve por encima de 80 antes de entonces, tengo la intención de vender la totalidad o una parte de mi posición, porque creo que el mercado es vulnerable. La Casa Blanca no puede comprometerse



sobre el presupuesto antes de la Cumbre del 19 de noviembre, y los demócratas continuarán presionando para aprovechar su ventaja. Esto significa una postergación hasta la próxima semana, o algo así, seguido por una licitación no bien se resuelva la situación. Me sentiría feliz si pudiera retirarme del mercado con una ganancia, que me dejaría en una posición fuerte para comprar en el momento de la licitación.

También el mercado bursátil ha estado firme. Las divergencias han persistido, pero el mercado se amplió el viernes. Una caída en los bonos podría coincidir con un pico transitorio en el mercado bursátil, seguido por una corrección. Deseo aprovechar esa oportunidad para cubrir mis posiciones cortas y prepararme para tomar una posición larga. Si la corrección no se produce, cubriré mis posiciones cortas a pérdida, y si la Cumbre tiene éxito me pasaré a posiciones largas a precios más altos.

#### SABADO, 23 DE NOVIEMBRE DE 1985

El mercado continúa ganándome de mano. Tanto las acciones como los bonos subieron fuertemente antes de la reunión de la Cumbre, y la oportunidad de comprar que yo esperaba en relación con la licitación de bonos del gobierno no se materializó. En lugar de vender mis bonos, agrandé mi posición y compré también algunos futuros indexados en acciones, porque no quería perder una oportunidad estratégica a causa de un error táctico. También tomé una posición significativa en futuros de bonos japoneses. Es un mercado nuevo, en el cual carezco de experiencia, pero los demás participantes con los cuales compito tienen aún menos. El mercado japonés de futuros de bonos sufrió un colapso (de 102 a 92) cuando el gobierno japonés elevó las tasas de interés a corto plazo. La experiencia me ha enseñado que las mejores oportunidades de compra de bonos a largo plazo se presentan cuando la curva de rendimiento se invierte, como ocurre hoy en Japón. La suba de las tasa de interés japonesas corre el riesgo de ser transitoria; el Grupo de los Cinco quiere estimular la



actividad económica global, no amortiguarla. Una reducción de las tasas de intereses en los Estados Unidos sería seguida por los principales países industriales, y si se pudiera neutralizar el impacto sobre los tipos de cambio, la reducción podría llegar más lejos de lo que se piensa actualmente. Estoy haciendo la misma apuesta en Japón que en los Estados Unidos, y las chances parecen aún mejores.

Noviembre 8, 1985							
	<i>Cierre</i> <i>11/22/85</i>	<i>% de cambio</i> <i>desde 11/8</i>		<i>Cambio</i> <i>11/22/85</i>	<i>% de cambio</i> <i>desde 11/8</i>		
DM	2.5665	+ 2.1	S&P 500	201.52	+ 4.0		
¥	201.00	+ 2.2	Bonos-T USA	80 27/32	+ 1.5		
£	1.4640	+ 3.3	Eurodólares	92.02	- .1		
Oro	326.90	+ .8	Petróleo crudo	30.91	+ 1.5		
			Bonos japoneses	94.80	+ 1.2		
Quantum Fund: capital accionario				\$ 841,000,000			
Valor de activos fijos por acción				\$ 5,669			
Cambio desde 12/31/84				+ 7.6%			
Cambio desde 8/16/85				+ 29.5%			
Estructura de la cartera (en millones de dólares)							
<i>Posiciones de</i> <i>Inversión (1)</i>	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>Cambio</i> <i>neto</i> <i>(2)</i> <i>desde</i> <i>8/16</i>	<i>Exposición neta</i> <i>a las divisas (6)</i>	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>Cambio</i> <i>neto</i> <i>(2)</i> <i>desde</i> <i>8/16</i>
Acciones				Relac. con el DM	668		+ 14
Acciones USA	664	(83)	+ 139	Yen japonés	827		+ 21
US Index				Libras esterlinas		(87)	- 1
Futures	126		+ 126	Dólares USA		(567)	+ 25
Acciones				Otras divisas	40		- 2
extranjeras	251		+ 45	Currencias			
Bonos (3)							
Gobierno USA							
Corto							
plazo (4)	105		+ 23				
Largo plazo	969		+ 471				
Commodities							
Petróleo		(214)	- 27				
Oro							



Actualmente he invertido plenamente en todas las direcciones: acciones, bonos y divisas. Podría haber obtenido mejores precios si no hubiese intentado ser sutil, o si la sutileza hubiera dado resultados, pero lo esencial es que alcancé la situación que quería. Busco una oportunidad de pasar de los bonos a las acciones, pero considero prudente no aumentar ni un poco más mi exposición global.

Los acontecimientos se desarrollaron más o menos tal como yo lo esperaba. El único obstáculo estaba en la enmienda Gramm-Rudman. El Congreso aprobó una extensión por un mes del techo de la deuda, permitiendo que la licitación prosiga mientras el destino de esa enmienda quede sin resolver.

La reunión de la Cumbre cumplió con mis expectativas. Creo que está en marcha un cambio radical en las relaciones entre los Estados Unidos y la Unión Soviética. Ambos bandos necesitan reducir sus gastos militares, y ambos tienen mucho que ganar con una cooperación más estrecha. La oportunidad estaba allí, y el presidente Reagan la captó. Al no hacer la menor concesión sobre la Guerra de las Galaxias (*Star War*), Reagan se colocó en una posición que le permite abrir las puertas a un nuevo período de distensión sin exponerse a críticas de que se ha vendido a los rusos.

En este contexto, la enmienda Gramm-Rudman puede resultar positivamente útil como un mecanismo para recortar el presupuesto militar sin dar la apariencia de querer hacerlo. La parte más eminentemente recortable del presupuesto militar se refiere a los beneficios del retiro -Stockman pronunció un alegato apasionado sobre el tema antes de abandonar la Cámara- y la enmienda en cuestión puede proveer una excusa perfecta. Yo pienso que será promulgada una versión bastante rígida de esta enmienda, más cercana a la versión de la Cámara que a la del Senado. En el contexto actual, eso ya no sería tan perjudicial para las chances electorales de los republicanos en 1986 como parecía hace unas pocas semanas.

La enmienda Gramm-Rudman sería seguida poco tiempo después por una reducción de la tasa de descuento. Es lo que me hace tomar la exposición máxima en bonos en este momento. Comprendo



que puede haber una cierta indigestión en el mercado después de las licitaciones, pero si mi análisis es correcto, aún queda algo que buscar.

Después de un corte en la tasa de descuento, pienso recortar mi exposición en bonos y aumentar mis posiciones en acciones. En la subida, estas últimas son más abiertas que los bonos. Si la economía se reactivara, las acciones se comportarían mejor que los bonos. Si continuara languideciendo, la reducción de las tasas de interés a corto plazo podría llegar mucho más lejos de lo que se espera en la actualidad, pero también el dólar se encontraría bajo presión, de tal modo que probablemente la curva de rendimiento se haría más empinada. Debe tenerse en cuenta que la distensión juega a la baja para el dólar con respecto a las divisas europeas. Si uno quiere quedarse en bonos, el lugar adecuado es el extremo corto.

Podríamos estar al borde de un gran auge en el mercado bursátil. Las empresas industriales han padecido la combinación de precios inadecuados y de una demanda inadecuada. Estas condiciones adversas han provocado la reestructuración masiva de las corporaciones norteamericanas. Muchas empresas han sido engullidas por tomas de posesión de los paquetes de control (*takeovers*) y por adquisiciones apalancadas. Las que han sobrevivido se han apretado el cinturón, eliminando divisiones que trabajaban a pérdida y recortando los gastos generales. Se ha recortado asimismo la capacidad productiva, en lugar de aumentarla, y la participación en el mercado (*market share*) se ha concentrado en menos manos.

El dólar en un nivel más bajo está relajando las presiones en materia de fijación de precios; si se produce una reanimación cualquiera de la demanda, se orientará directamente hacia la línea de base. Tasas de interés más bajas y una menor tasa inflacionaria se combinan para volver más valioso un nivel determinado de ingresos. Después de un período en que las acciones industriales se estaban vendiendo con un descuento respecto de su valor de corte, podríamos entrar en un período en que se venderían una vez más con una prima. Pero antes de llegar allí, es probable que presenci-



mos otra oleada de tomas de control, inducida por la declinación en las tasas de interés.

## FIN DE LA FASE 1: DOMINGO, 8 DE DICIEMBRE DE 1985

Este podría ser un buen punto para terminar el experimento en tiempo real. He asumido la exposición máxima al mercado en todas las direcciones, y he anunciado asimismo mi intención de desplazarme gradualmente de los bonos a las acciones, dentro de los márgenes que dicta la prudencia. En la actualidad, una gran parte de mi exposición en el mercado bursátil está en la forma de futuros indexados. Con el tiempo, intentaré desarrollar conceptos específicos en materia de inversiones en acciones, y mi *performance* se verá influida crecientemente por la validez de tales conceptos.

Llevar un registro detallado de mis actividades inversoras más allá de este punto nos llevaría demasiado lejos del tema del experimento, a saber, la predicción del futuro del Círculo Imperial. Continuaré llevando mi libro diario en forma periódica, pero tendrá fines de control y no se propondrá formular una predicción. En otras palabras, deseo congelar mis expectativas acerca del futuro del Círculo Imperial en la actualidad, y someterlo a la prueba de los acontecimientos. Es innecesario agregar que continuaré modificando mi cartera tal como lo considere adecuado.

Tengo una convicción prácticamente tan firme acerca de lo que nos espera como la he tenido siempre, como lo atestigua el nivel de la exposición en el mercado que estoy dispuesto a asumir. Al comienzo del experimento dije que mi bola de cristal acerca del panorama a largo plazo estaba bastante empañada. El experimento ha provocado una notable transformación: ahora tengo una visión relativamente clara del futuro, y esa visión difiere en forma significativa de las opiniones confesadamente provisionales con las cuales comencé. Yo pensaba que el Círculo Imperial representaba un recurso transitorio, cuyas contradicciones internas estaban destinadas a volverlo insostenible, y presumía que los problemas que el Círculo



Fase 1: agosto 1985 - diciembre 1985

Imperial había logrado mantener a raya volverían a la superficie con renovado vigor después de su desintegración.

Diciembre 6, 1985							
	<i>Cierre</i> 12/6/85	<i>% de cambio</i> desde 11/22		<i>Cierre</i> 12/6/85	<i>% de cambio</i> desde 11/22		
DM	2.5115	+ 2.1	S&P 500	212.02	+ 5.2		
¥	202.10	- .5	Bonos-T USA	83 28/32	+ 3.7		
£	1.4425	- 1.5	Eurodólares	99.33	+ .3		
Oro	322.30	- 1.4	Petróleo crudo	28.74	- 7.0		
			Bonos japoneses	99.21	+ 4.7		
Quantum Fund: capital accionario				\$ 867,000,000			
Valor de activos fijos				\$ 5,841			
Cambio desde 12/31/84				+ 3.0%			
Cambio desde 8/16/85				+ 33.4%			
Estructura de la cartera (en millones de dólares)							
<i>Posiciones de</i> <i>Inversión (1)</i>	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>Cambio</i> <i>Neto</i> <i>(2)</i> <i>desde</i> <i>11/22</i>	<i>Exposición neta</i> <i>a las divisas (6)</i>	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>Cambio</i> <i>Neto</i> <i>(2)</i> <i>desde</i> <i>11/22</i>
Acciones				Relac. con el DM	729		+ 61
Acciones USA	724	(72)	+ 71	Yen japonés	826		- 1
US Index				Libra esterlina		(119)	- 32
Futures	368		+ 242	Dólar USA		(569)	- 2
Acciones				Otras divisas	33		- 7
extranjeras	271		+ 20				
Bonos (3)							
Gobierno USA							
Corto							
plazo (4)	90		- 15				
Largo							
plazo	661		- 308				
Japonés (5)	300		- 54				
Commodities							
Petróleo		(150)	+ 64				
Oro							

Para expresarlo en términos concretos, el Círculo Imperial constituía una extensión del período de expansión del crédito, actuando el gobierno de los Estados Unidos como el prestamista de última

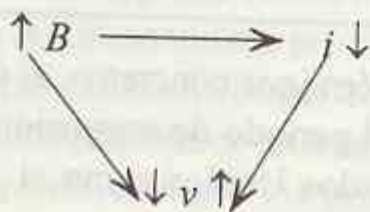


instancia. Cuando ese Círculo dejara de atraer capitales desde el exterior en cantidades cada vez mayores, el último motor de la estimulación económica se extinguiría y la contracción del crédito crearía una situación insostenible. Sin una expansión significativa de la oferta monetaria, la carga de la deuda se volvería intolerable; con esa expansión, el dólar entraría en caída libre.

Ahora comienzo a percibir los rasgos de otra solución transitoria, que podría rebobinar los excesos del Círculo Imperial sin hundirnos en un círculo vicioso. La solución consiste en pasar en los Estados Unidos de una estimulación fiscal a otra monetaria, y en controlar el descenso del dólar por medio de la cooperación internacional. La nueva constelación es una figura casi exactamente opuesta al Círculo Imperial: un dólar más débil y una economía deprimida son acompañadas por presupuestos y déficit comerciales más bajos y -lo más importante- por menores tasas de interés. Con la ayuda de un dólar más débil, los precios subirán con rapidez algo mayor, haciendo que el cambio en las tasas de interés reales resulte tanto más pronunciado.

Las tasas reales de interés declinantes, junto con una posible reanimación de las exportaciones, reemplazarán el déficit fiscal como las principales fuerzas impulsoras de la economía. El ascenso de los precios contribuirá a contrarrestar la erosión de los avales e impedirá que se instale un proceso deflacionario que se autorrefuerce. Al mismo tiempo, la coordinación de las políticas económicas mantendrá la declinación del dólar dentro de ciertos límites, eliminando de esta manera la posibilidad de un proceso inflacionario autorreforzante. El desenlace sería un mayor grado de estabilidad que el experimentado desde el colapso de los Acuerdos de Bretton Woods.

Usando la notación adoptada antes, describiremos las relaciones básicas en la situación que emergería en este caso de la manera siguiente:





El cuadro es mucho más simple que el del Círculo Imperial, porque los tipos de cambio se encuentran estabilizados. La medida en que las tasas de interés declinarán depende de la cantidad de estimulación necesaria para impedir que la economía se deslice hacia una recesión.

Si bien la nueva constelación es casi exactamente opuesta a la del Círculo Imperial, se debe señalar una diferencia esencial entre ambas. La nueva constelación es el resultado deliberado de una política económica concertada, en tanto que el Círculo Imperial era la consecuencia no premeditada de políticas económicas en conflicto. El Círculo Imperial presentaba un carácter de autorrefuerzo hasta que se volvió excesivo y estuvo maduro para una inversión; y también la inversión se volvería autorreforzante si no fuera controlada deliberadamente. El mecanismo de control es, en primera instancia, el manejo de los tipos de cambio y, en segundo término, la coordinación de las políticas monetarias y fiscal

Es la emergencia de una política económica concertada lo que me hizo modificar mis expectativas en el curso del experimento. Percibía la posibilidad de que surgiera tal política, y destaqué la diferencia entre la primera administración Reagan y la segunda. Durante los tres meses del experimento se produjeron varios acontecimientos históricos, que convirtieron una mera posibilidad en una realidad histórica: la reunión del Grupo de los Cinco, el discurso de Baker en Seúl, la enmienda Gramm-Rudman y la reunión de la Cumbre en Ginebra.

Lo que vuelve tan fascinante la nueva orientación económica es el hecho de que las medidas políticas reales que la constituyen ni siquiera han sido formuladas explícitamente. La reunión del Grupo de los Cinco significó meramente un compromiso de seguir una política coordinada en los tipos de cambio, no un acuerdo sobre lo que es esa política; el Plan Baker sobre la deuda internacional con seguridad no es un plan, sino tan sólo el anuncio de la necesidad de un plan; la reunión en la Cumbre puede marcar un nuevo punto de partida en las relaciones entre las superpotencias, pero no produjo



resultados concretos, y el destino de la enmienda Gramm-Rudman es todavía incierto en el momento en que escribo esto.

Falta formular las medidas reales. Hasta dónde llegarán depende en parte de la clarividencia de quienes elaboran las políticas, pero principalmente de la necesidad de preservar la integridad de los sistemas financieros y comerciales o, en otras palabras, de anticiparnos a un colapso del crédito y mantener a raya el proteccionismo. Esta definición es más bien arrogante: no descarta faltas de pago individuales o casos particulares de restricciones al comercio; la cuestión crucial es que ni las faltas de pago ni el proteccionismo lleguen hasta el punto en que se autorrefuercen.

El éxito se encuentra lejos de estar asegurado. La experiencia pasada no es alentadora. Un conjunto en cierto modo similar de circunstancias llevó al colapso tanto del crédito como del comercio internacional en los años 30. Pero precisamente por el hecho de que el recuerdo de la década del 30 es todavía tan vívido, la perspectiva de evitar errores similares es bastante buena. Existe un consenso general sobre algunos objetivos: un descenso controlado del dólar y una reducción concertada de las tasas de interés.

Hay un menor consenso sobre otros puntos: cómo reducir el déficit fiscal de los Estados Unidos y cómo estimular la economía de los países deudores. Resulta difícil lograr una acción concertada incluso en los objetivos acordados. Por ejemplo, Japón se vio obligado a elevar las tasas de interés porque los Estados Unidos fueron incapaces de resolver a tiempo la cuestión del déficit del presupuesto. ¿Cómo se puede confiar en que se adoptarán medidas apropiadas en aquellas áreas en que falta incluso un acuerdo sobre los objetivos? Resulta evidente que la situación está lejos de carecer de riesgos y éstos, como lo veremos, en el corto plazo son mayores. Pero justamente por ser tan grandes, y por reconocerse su gravedad, se puede tener una dosis razonable de confianza en el sentido de que las medidas necesarias se acercan. No soy el único en pensarlo: los mercados financieros han respaldado los nuevos puntos de partida de una manera clara.



La suba de los bonos y de las acciones es provechosa en dos aspectos: alienta a las autoridades a perseverar en el rumbo en que se han embarcado, y eleva las posibilidades de éxito. Por ejemplo, la firmeza del mercado de bonos amplía la libertad de acción de la Reserva Federal para reducir las tasas de interés. Estamos frente a un proceso reflexivo, en el cual el sentido de la política económica y el de los mercados financieros se refuerzan mutuamente.

La respuesta de los mercados financieros me ha alentado a tomar una exposición tan grande en el mercado. Se recordará que en el caso de las divisas, cuando el cambio de tendencia era todavía incierto fui mucho más indeciso, y cuando el mercado se movió contra mí estuve a un tris de recortar mi posición. En los hechos, el experimento en tiempo real cooperó para que me aferrara a ella, porque el hecho de formular mis ideas con claridad fortaleció mis convicciones.

Mi éxito en el mercado ha reforzado aún más la confianza en mi capacidad de prever el curso de los acontecimientos. Para el Quantum Fund, 1985 está destinado a ser un año en que se batirán los récords: una valorización superior al 100 % en un solo año es algo que se le sube a la cabeza a cualquiera. Debo tener cuidado. Emplear el concepto de reflexividad para predecir el curso de los acontecimientos es él mismo un proceso reflexivo, y a menudo un alto grado de éxito es precursor de un grave contratiempo. El experimento demuestra con claridad que mis percepciones son parciales, y sujetas a ser corregidas por los acontecimientos. Si comienzo a confiar demasiado en mis expectativas a largo plazo y, lo que es aún peor, a darles estado público, puedo estar preparándome para una gran caída. Es un peligro contra el cual pienso precaverme. Cuando contremos el experimento, resultará interesante ver qué quedará de mi actual plan de operaciones.

En realidad, es menos peligroso tener una gran exposición en el mercado, en la coyuntura actual, que predecir el eventual desenlace de las políticas que se están formulando. El mero hecho de que haya un intento de hacerse cargo de la economía mundial es suficiente



para dar un empujón a los mercados financieros, y aunque las esperanzas se frustraran, llevará tiempo para que el fracaso se vuelva evidente; en consecuencia, el intento de realizar una política concertada debería ser suficiente para sostener durante un cierto período la actual reactivación. El eventual desenlace es otro asunto completamente distinto. No puede haber seguridad de que las expectativas del mercado se cumplirán. Debo ponerme en guardia para no permitir que mi confianza en un mercado en alza afecte mi opinión acerca del mundo real. Me he comprometido de tal modo en el mercado que me resulta difícil mantener la perspectiva.

Intentaré evaluar el futuro del Círculo Imperial de dos maneras diferentes: la primera consiste en la tesis de que la actual reactivación del mercado incorpora y estima adecuadamente sus chances de éxito; la otra reside en ubicar el momento actual en el marco teórico de la expansión y la contracción del crédito que he tratado de formular. Ambos enfoques emplean el concepto de reflexividad, pero el primero se apega muy de cerca a la reflexividad inherente a los mercados financieros, en tanto que el segundo trata de examinar la conexión reflexiva entre el crédito y el valor de los avales. Es innecesario decir que me siento sobre mucho más seguro con el primer enfoque.

Creo que el mercado ha girado hacia la opinión de que la economía es fundamentalmente débil y que la inflación no existe. Una breve reactivación en las acciones estacionales durante el comienzo del verano ya se ha desvanecido, y los picos alcanzados en ese momento aún no han sido superados. La reactivación se basó en la errónea expectativa de un inminente repunte de la economía, y fue muy débil; otros segmentos del mercado bursátil declinaron mientras las acciones estacionales subían. Las *commodities* llegaron a nuevos pisos y se han retrasado en la recuperación actual. Los metales, en especial, han tenido un comportamiento muy mediocre en comparación con las divisas.

La reciente recuperación del mercado bursátil tiene una base mucho más amplia que la ráfaga anterior en acciones estacionales;



pisa los talones de una reactivación del mercado de bonos, y fue precedida por una baja del dólar. Como es obvio, los mercados están previendo una declinación de la economía. Saber si se deteriorará aún más es una cuestión abierta. Los economistas descartan en forma casi unánime una recesión, pero los mercados de acciones y bonos actúan como si fuera un hecho consumado; los precios de las acciones suben porque los inversores *miran hacia el otro lado del valle*.

Es posible que el ritmo más lento del año pasado haya sido el equivalente de una recesión; como alternativa, faltaría la llegada de una nueva debilidad. En cualquiera de los dos casos, la secuencia de los acontecimientos es altamente desacostumbrada, y los inversores se han visto tomados por sorpresa: no apareció ninguno de los indicadores técnicos que señalan normalmente un giro hacia arriba del mercado bursátil. El artículo central del Wall Street Journal del 27 de noviembre, titulado *Extraña Recuperación*, ha destacado este hecho.

Desde el fin de la Segunda Guerra Mundial, cada una de las recesiones ha sido precedida por una restricción de la oferta monetaria por la Reserva Federal, que provocaba la aparición de una curva de rendimiento invertida en algún punto de la trayectoria. Así ocurrió en el verano de 1982, pero desde entonces no hemos visto ninguna otra curva de rendimiento invertida. La explicación de esta secuencia debe ser buscada en alguna otra parte. Aquí el segundo enfoque, que utiliza mi hipótesis sobre el ciclo crediticio, resulta útil.

Se recordará que creo en la existencia de una relación reflexiva entre el acto de prestar y el valor de los avales de los préstamos. Los nuevos préstamos netos actúan como estimulantes, que aumentan la capacidad de los prestatarios de atender los servicios de sus deudas. A medida que crece el monto de las deudas pendientes, una parte creciente de los nuevos préstamos se dedica a atender los servicios correspondientes, y el crédito debe crecer en forma exponencial para mantener su efecto estimulante. Con el tiempo, el ritmo del crecimiento del crédito debe reducirse, con un efecto negativo sobre el



valor de los avales. Si éstos han sido utilizados plenamente, la declinación de su valor precipitará nuevas liquidaciones de créditos, originando una típica secuencia de auge y derrumbe.

Empleando este modelo, sostengo que el período de posguerra de expansión del crédito ha terminado su ciclo, y que ahora estamos en un período de contracción del crédito en la economía real. Todas las recesiones anteriores de posguerra ocurrieron durante la fase de expansión: por ese motivo debieron ser inducidas por una política de moneda escasa. Pero ahora estamos en la fase de contracción, en que no resulta necesario inducir una reducción del ritmo de la economía; en ausencia de nuevos estimulantes (como un creciente déficit fiscal) la erosión de los avales será suficiente para desencadenarla.

El problema consiste en que la vida real no es tan simple como el modelo con el cual he estado trabajando. En particular, la transición de la expansión a la contracción del crédito no ocurre en un único momento, porque eso precipitaría una implosión que las autoridades están decididas a impedir. La intervención oficial complica las cosas. El punto de inflexión no se produce en un único momento, pues los diferentes segmentos de la estructura de crédito obedecen a calendarios diferentes. Para ubicar nuestra posición en el ciclo crediticio, debemos desagregar el proceso y examinar por separado los principales elementos del crédito.

Este enfoque indica que 1982 fue el punto de inflexión para los países endeudados fuertemente, 1984 lo fue para las instituciones financieras de los Estados Unidos, y 1986 lo fue para su déficit fiscal. Probablemente en los países menos desarrollados la contracción del crédito alcanzó su pico en 1984; el proceso de ajuste es responsable en gran parte de la sobreoferta de las *commodities* básicas. El proceso de ajuste de los bancos y de las sociedades de ahorro y préstamos sólo ha comenzado a hacer sentir sus efectos en fecha reciente sobre los valores de los avales en la propiedad inmobiliaria, los campos, la navegación y la industria petrolífera. El déficit fiscal aún no se ha reducido, y se debe esperar que esa reducción sea compen-



sada plenamente por otra similar de las tasas de interés. Es necesario incorporar otras dos piezas al rompecabezas: la manía de las fusiones y el gasto de los consumidores.

Las compras apalancadas y otras manifestaciones de la manía de las fusiones son grandes usuarias de créditos, pero tienden a producir una cantidad similar de activos líquidos. Superficialmente, parecen tener un carácter expansivo, pero en realidad se encuadran en la fase declinante del ciclo crediticio: aumentan la cantidad total de deudas sin estimular la economía. El flujo de caja es utilizado para atender el servicio de la deuda, en lugar de emplearlo para comprar activos físicos; la liquidación de activos se suma a la presión hacia abajo sobre los avales, y la venta de bonos basura tiende a volver más empinada la curva de rendimiento; el efecto neto sobre la economía es depresivo, en lugar de ser estimulante.

El gasto de los consumidores es la gran incógnita. Su endeudamiento ha crecido firmemente en estos años, y las condiciones de los reembolsos se han estirado hasta tal punto que resulta difícil ver de qué manera se podrían estirar más. Hasta hace poco tiempo se podían comprar casas con un desembolso inicial del 5 %, y los préstamos sobre automotores se podían reembolsar en cinco años. Las moras en los pagos de los préstamos sobre el consumo se han elevado en forma inquietante en 1985, pero la declinación simultánea de las tasas de interés y del dólar debería aliviar la situación. Esta evolución ¿servirá meramente para contener el problema de la morosidad, o bien estimulará una nueva demanda? Esta es la cuestión crucial alrededor de la cual giran las perspectivas a corto plazo.

Si el gasto de los consumidores continúa siendo flojo, el mercado en alza (*bull market*) en bonos y acciones podría tener un aguan-te considerable; en realidad, es posible que tengamos uno de los mayores *bull markets* de todos los tiempos. Una reactivación de la tasa interna de ahorro compensaría la reducción del flujo de capitales externos, permitiendo que las tasas de interés se reduzcan a pesar de la declinación del dólar. El mercado de valores se beneficiaría así con ambas evoluciones. Las menores tasas de interés elevarían el



nivel de los ingresos, al aminorar la presión de las importaciones sobre la fijación de los precios. En una economía perezosa, el costo de la mano de obra se mantendría deprimido.

Amenazados por las adversas condiciones económicas y las tomas de control (*takeovers*) de las corporaciones, los *managements* han redesplegado los activos y reducido los gastos generales; a medida que la situación mejore, los beneficios afluirán directamente hacia los sectores básicos. Al declinar las tasas de interés, habría una última arremetida de *takeovers* de empresas y de compras palanqueadas, en cuyo transcurso es posible que se paguen precios exagerados; pero los acontecimientos recientes vuelven más viables las adquisiciones, y acuerdos que habrían sido poco sólidos cuando fueron concertados presentan ahora un aspecto más saludable.

Con el tiempo, el aumento de los precios de las acciones debería hacer que las compras apalancadas resultaran antieconómicas, y las fusiones deberían desaparecer. Esa sería una evolución muy positiva para la economía real, porque realzaría el atractivo de la inversión en activos físicos, estimulando no sólo la demanda sino también la oferta. Si alcanzáramos ese punto, nuestra economía sería más sana de lo que ha sido durante un cierto tiempo. Eventualmente el auge se nos puede escapar de las manos, lanzándonos hacia un gran crack, pero los precios de las acciones deberían experimentar una gran suba antes de que alcancemos ese punto. Es un argumento válido para comprar acciones ahora.

Por otra parte, si el gasto de los consumidores se reactivara efectivamente bajo el impulso de tasas de interés más bajas, en los mercados financieros el auge tendría corta vida, y es probable que la economía real siga el modelo de detención y puesta en marcha (*stop and go*) que nos es familiar a partir del modelo inglés. Con ahorros e inversiones en el orden interno de carácter inadecuado, el exceso tanto del crédito como del consumo debería ser satisfecho desde afuera, y nos encontraríamos nuevamente en la situación prevaleciente hacia el fin del Círculo Imperial. O elevamos las tasas de



interés, reiniciando este Círculo, o bien imprimimos dinero, poniendo en marcha un círculo vicioso en sentido opuesto.

Es probable que la realidad se ubique entre ambos extremos, pero esto no quiere decir demasiado, pues esos extremos abren una gama casi indefinida de posibilidades. No estoy mejor capacitado para predecir el comportamiento de los consumidores ahora que al comienzo del experimento. Lo único que puedo hacer es evaluar las consecuencias de las diversas alternativas.

Es posible observar que un período de gastos reprimidos de consumo podría hacer mucho para corregir las dos últimas áreas principales de excesos de créditos. La manía de las fusiones agotaría sus reservas a medida que el mercado de valores subiera, y el sobreendeudamiento de los consumidores se corregiría a medida que se elevara la tasa de ahorro y los prestamistas endurecieran sus criterios. Después de un cierto tiempo, las condiciones habrían madurado para un crecimiento más equilibrado.

Cuando los excesos del pasado están siendo corregidos, hay siempre un período en que el riesgo es máximo. Es lo que ocurre ahora. Ya ha habido un cierto número de catástrofes menores: el desastre de EPIC fue seguido por otros en la esfera de los préstamos inmobiliarios; la Corporación Federal de Seguros de Ahorro y Préstamos y el Sistema de Crédito Agrario han dado estado público a sus infortunios; el Consejo Internacional del Estanco ha sido incapaz de cumplir con sus obligaciones, las operaciones en el London Metal Exchange han sido suspendidas, y muchos *traders* en metales están saliendo del negocio; la mayor compañía de navegación japonesa ha quebrado; precisamente ahora la Bolsa de Singapur ha debido cerrar durante algunos días, y obviamente faltan otros acontecimientos que aún no han ocurrido. Enfrentamos por lo menos dos shocks que superarán en magnitud cualquier cosa que hayamos experimentado hasta la fecha. El primero se relaciona con el petróleo, el segundo con la deuda internacional.

El colapso de los precios del petróleo es sólo cuestión de tiempo. Una vez que comience, no se detendrá por voluntad propia. En su



mayor parte, los países operan con una curva de oferta perversa: cuanto menor es el precio del petróleo, tanto mayor es la cantidad que necesitan vender para satisfacer sus requerimientos. Librado a sí mismo, el precio del petróleo podría caer transitoriamente a un solo dígito, pero no quedará abandonado a sus propias fuerzas. La industria petrolífera estadounidense deberá ser protegida por debajo de \$ 22, pues de otro modo las pérdidas superarían la capacidad de absorción de los bancos. Pienso que habrá algún tipo de protección, que se extendería también a México y Canadá. Me pregunto de qué manera se protegerá a los productores del Mar del Norte. El problema será de difícil solución para la Comunidad Económica Europea. La forma de manejarlo podría determinar el futuro del Mercado Común.

El problema de la deuda internacional no ha desaparecido. En realidad, la deuda de los países menos desarrollados ha seguido creciendo, si bien algunos países han podido mejorar sus *ratios* respecto de la deuda. Probablemente las transferencias negativas de recursos alcanzaron su pico en 1984 y, al insistir los países deudores en reflotar sus economías, esas transferencias comenzarán a declinar. La cohesión del Colectivo de los prestamistas se ha erosionado. La carrera contra Sudáfrica, en especial, ha introducido una cuña entre los bancos europeos y los norteamericanos. En los Estados Unidos, los intereses de los bancos mayoristas y de los bancos regionales son divergentes. El Plan Baker demuestra una cierta conciencia del problema, pero le falta mucho para dar en la tecla. Hasta que se elabore una solución, el sistema seguirá siendo vulnerable a los accidentes, si bien no está claro dónde ocurrirá el próximo. Ahora el sistema bancario tiene fuerza suficiente para resistir un único shock; el peligro consiste en que pueden coincidir varios

Hay aún un tercer peligro, que se desarrollará al ganar impulso el auge del mercado bursátil: el peligro de un crack en ese mercado. Actualmente los participantes en el mercado son todavía muy conscientes de los problemas y, como consecuencia, están muy líquidos. Pero la naturaleza de un auge consiste en atraer cada vez



más créditos. Si ocurriera un shock financiero cuando muchos participantes en el mercado bursátil estén sobreextendidos, la liquidación en los márgenes podría provocar una implosión en el precio de las acciones.

Pero estamos aún muy lejos de ese estadio; en la actualidad, un shock financiero repentino, como lo sería la quiebra de otro banco más, podría provocar una breve y aguda caída en los precios, pero el mercado se recuperaría. Probablemente el mercado en alza (*bull market*) se verá jalonado por tales rupturas, hasta que los participantes dejen de temerlas. Ese es el momento en que estaremos listos para un crack.

El sistema financiero ha sido sometido a pruebas severas, y los *tests* no han concluido todavía. El hecho es que el sistema sobrevivió, y los recientes cambios en el *management* económico mejoran las chances de que siga sobreviviendo. Hasta ahora, el proceso de contracción del crédito se ha realizado sin derrumbes, y ahora entreveamos la forma de completarlo sin que se produzcan, si bien a costa de un prolongado período de crecimiento por debajo del nivel estándar.

Casi por definición, este tipo de crecimiento es menos que deseable, pero podría satisfacer perfectamente los objetivos de las políticas de la actual administración de Reagan. Se ha reconocido desde hace mucho tiempo que las condiciones en las cuales se dispone libremente de los bienes y los servicios ofrecen a los dueños de los capitales una rentabilidad mayor que cuando se utilizan plenamente los recursos. No sólo a los poseedores del capital les corresponde una mayor proporción del producto nacional, sino que los empresarios disfrutan de una libertad de acción de mayores alcances. Es con seguridad lo que ocurre hoy. Las riendas del gobierno están en manos de gente que cree en la libre empresa y la alienta en la mayor medida posible, o aun más allá.

Dicho sea de paso, Japón ha encontrado igualmente ventajoso, por razones distintas, expandir su economía a un ritmo que está decididamente por debajo de su potencial. Ese país quiere llegar a



ser una gran potencia en el mundo, y la forma de alcanzar ese status no consiste en alentar el consumo interno sino en mantener una elevada tasa de ahorro interno, que se utiliza en primer lugar para aumentar la capacidad productiva interna, y luego para adquirir activos en el exterior. Japón ha cedido ante la presión estadounidense elevando el valor de su divisa, pero sólo modificará su política económica interna en la medida en que sea necesario para sostener el yen. Uno de los motivos más fuertes para esperar un crecimiento económico lento es el hecho de que está encuadrado en los objetivos de las políticas de los dos países líderes. La constelación que parece emerger como una secuencia del Círculo Imperial merece ser descripta como la Edad de Oro del Capitalismo.

Resulta difícil creer que los días dorados del capitalismo podrían volver otra vez. Después de todo, la libre empresa sin frenos produjo en el pasado resultados horribles. ¿Debemos repetir la misma experiencia? Es de esperar que no. Tal vez hayamos aprendido algo de los errores del pasado. La falla fatal de un sistema de mercado libre es su inestabilidad intrínseca. La creencia de que los sistemas financieros se autorregulan es sencillamente falsa. Afortunadamente, Baker tiene conciencia de este hecho, y la administración ha comenzado a ejercer un activo liderazgo económico desde que este funcionario pasó al Tesoro. Con seguridad no es el *laissez-faire* el que nos ha traído hasta el umbral de una nueva Edad de Oro del capitalismo, sino una política económica concertada, que se propone contrarrestar los excesos de un sistema de mercado libre. Queda por ver hasta qué punto hemos aprendido bien nuestras lecciones.

En todo caso, los beneficios de la nueva Edad de Oro están distribuidos de una manera muy desigual. Está en la propia naturaleza del capitalismo que la brecha entre los ganadores y los perdedores sea bastante amplia. Grandes segmentos de la población, especialmente en el sector financiero, de servicios y de defensa, están en una situación floreciente. Otros, especialmente en las industrias más antiguas, la agricultura y el sector relacionado con el bienestar, están experimentando sufrimientos.



En las transacciones financieras se hacen fortunss, y los accionista ejercen más poder que en cualquier otro momento durante los últimos cincuenta años; al mismo tiempo, las quiebras han llegado a su nivel máximo en cincuenta años, en tamaño y en los números. Los países deudores se revuelcan en la depresión y un continente entero, Africa, padece hambre. Al mismo tiempo, China se está convirtiendo a un sistema de mercado libre a la mayor velocidad posible, y la Unión Soviética está a punto de orientarse en la misma dirección, si bien en forma mucho mas cautelosa.

El motivo por el cual la administración Reagan ha tenido tanto éxito en alcanzar sus objetivos constituye un tema fascinante. Los demócratas han quedado reducidos prácticamente a un partido de perdedores, como lo demuestra el hecho de que son ellos los que presionan en favor del proteccionismo en el Congreso, mientras que el presidente Reagan tiene el don incuestionable de hacer que los norteamericanos se sientan ganadores. Pero la mejora del estado de ánimo ha sido alcanzada a costa de un deterioro considerable de la realidad subyacente, como lo demuestra nuestro endeudamiento nacional.

He quedado francamente sorprendido por la vitalidad del capitalismo renaciente. Consideré el Círculo Imperial como un recurso transitorio, que estaba destinado a derrumbarse. Al verlo remplazado por un nuevo arreglo que se puede describir como la Edad de Oro del Capitalismo, debo reconocer la adaptabilidad del sistema y su capacidad para sobrevivir. Queda por ver si quienes elaboran las políticas logran contener sus debilidades: la inestabilidad de los mercados financieros, y las iniquidades causadas por la inestabilidad.

P.S.: LUNES POR LA TARDE, 9 DE DICIEMBRE DE 1985

He decidido adelantar la fecha del pasaje de los bonos a las acciones. Me siento parcialmente influido por la perspectiva del *mayor mercado en alza de toda una vida* que acabo de formular, y en parte



## El Experimento en tiempo real

Diciembre 9, 1985							
	<i>Cierre 12/9/85</i>	<i>% de cambio desde 12/6</i>		<i>Cierre 12/9/85</i>	<i>% de cambio desde 12/6</i>		
DM	2.5345	- .9	S&P 500	204.25	- 3.7		
¥	203.55	- .7	Bonos-T USA	82 16/32	- 1.6		
£	1.4575	+ 1.0	Eurodólares	91.87	- .5		
Oro	316.20	- 1.9	Petróleo crudo	27.51	- 4.3		
			Bonos japoneses	97.00	- 2.2		
Quantum Fund: capital accionario				\$ 890,000,000			
Valor de activos fijos: por acción				\$ 5,998			
Cambio desde 12/31/84				+ 2.7%			
Cambio desde 8/16/85				+ 37.0%			
Estructura de la cartera (en millones de dólares)							
<i>Posiciones de Inversión (1)</i>	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>Cambio neto (2) desde 12/6</i>	<i>Exposición neta a las divisas (6)</i>	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>Cambio neto (2) desde 12/6</i>
Acciones				Relac. con el DM	693		- 36
Acciones USA	739	(66)	+ 21	Yen japonés	828		+ 2
US Index				Libras esterlinas		(115)	+ 4
Futures	277		- 91	Dólares USA		(516)	+ 53
Acciones extranjeras	270		- 1	Otras divisas	45		+ 12
Bonos (3)							
Gobierno USA							
Corto							
plazo (4)	90						
Largo							
plazo	717		+ 56				
Japonés (5)	253		- 47				
Commodities							
Petróleo		(157)	- 7				
Oro							

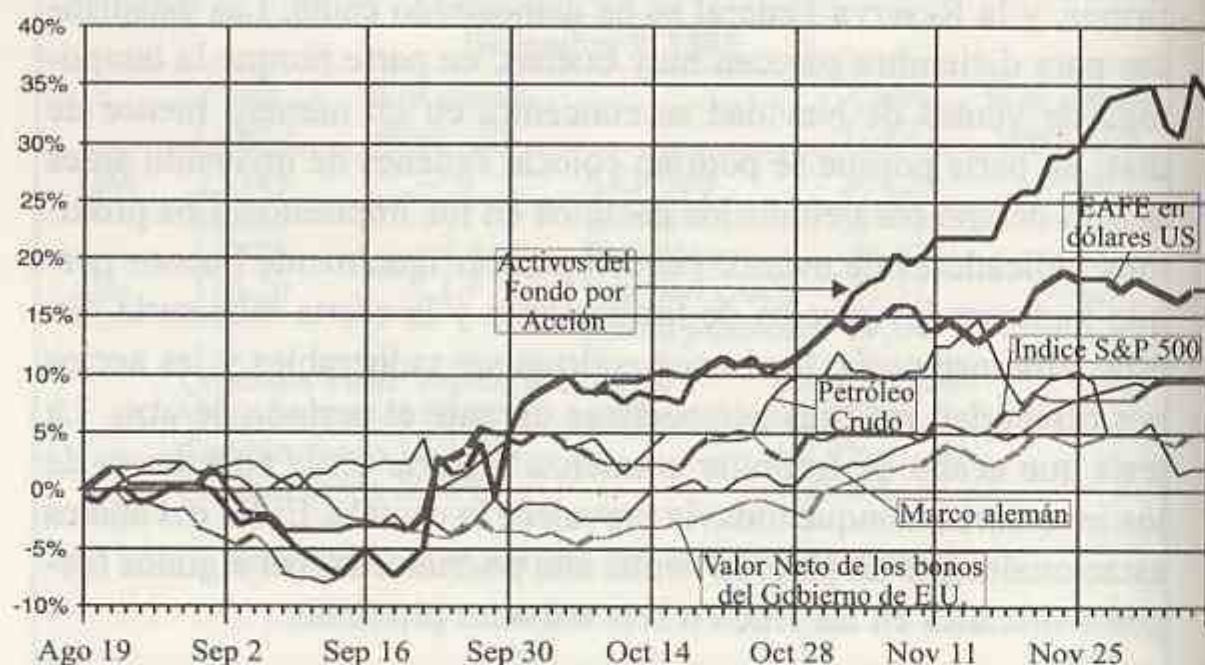
por consideraciones de orden más práctico. Es posible que no haya un corte en la tasa de descuento inmediatamente después de un acuerdo sobre la enmienda Gramm-Rudman. Los mercados están



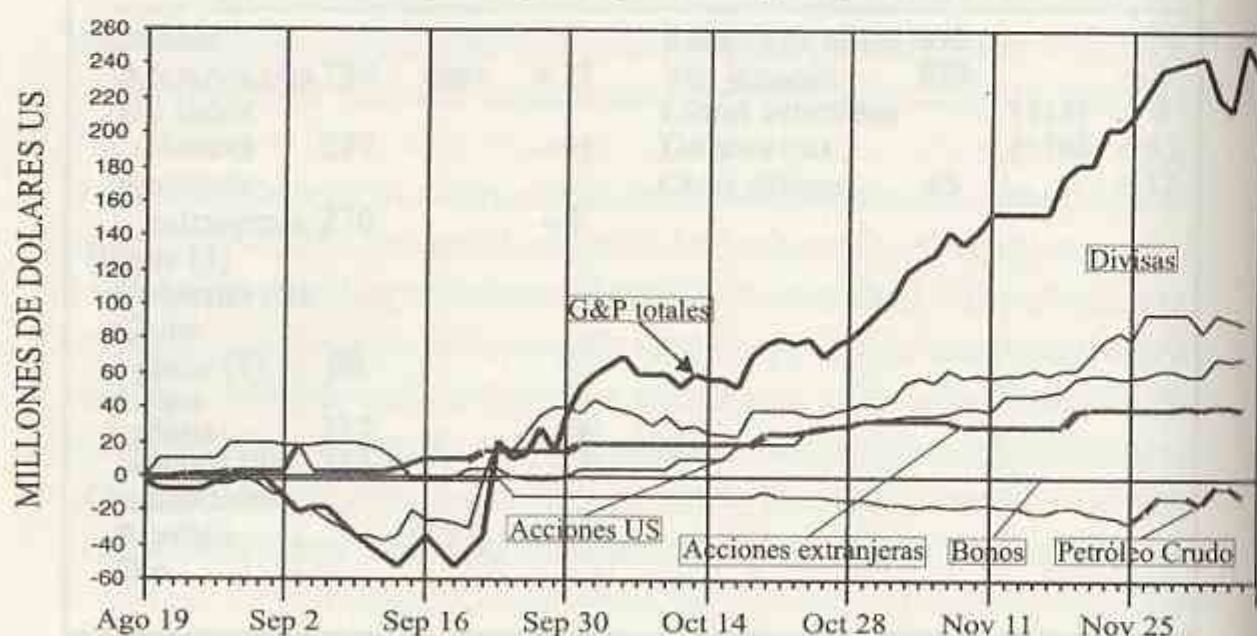
firmes, y la Reserva Federal se ha demostrado cauta. Las estadísticas para diciembre parecen muy buenas, en parte porque la temporada de ventas de Navidad se concentra en un número menor de días, en parte porque se podrían colocar órdenes de inversión antes del fin de año para eludir los cambios en los impuestos. Los próximos indicadores de avance pueden parecer igualmente buenos porque incluyen los precios de las acciones y la oferta monetaria. En estas circunstancias, los bonos podrían ser vulnerables y las acciones ofrecerían mejores perspectivas durante el período de alza. La tesis que acabo de formular comienza a entrar en la conciencia de los inversores, aunque todavía prevalece la cautela. El fin del año es estacionalmente un período firme: aún podríamos tener algunos fuegos artificiales en las cinco o seis semanas próximas.



**VALOR NETO DE LOS ACTIVOS DEL FONDO  
RELATIVO A LOS MERCADOS**  
Fase Uno: 19/8 a 7/12 1985



**GANANCIAS Y PERDIDAS DEL FONDO (G/P)**  
(Desglose según las posiciones principales)



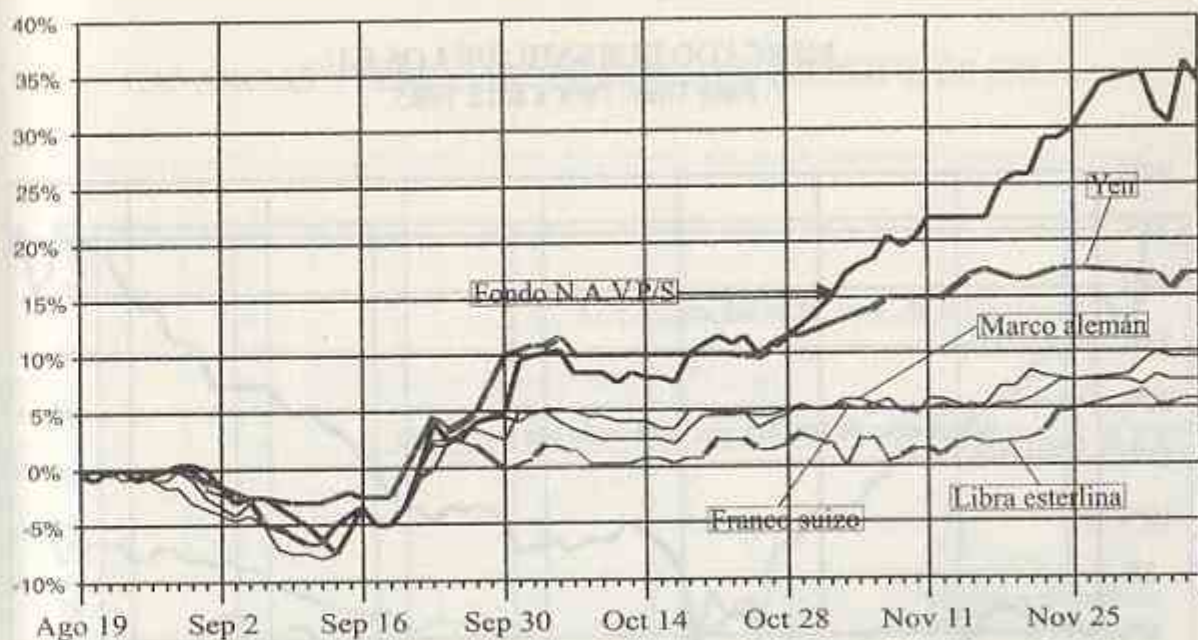
**Notas:**

- (1) Todos los precios son calculados como un cambio porcentual sobre el primer día indicado.
- (2) EAFE es el Índice de Capitales Internacionales de Morgan Stanley en dólares US para los mercados bursátiles europeos, australianos y del Lejano Oriente.
- (3) Los precios del petróleo y de los bonos gubernamentales son los precios de cierre de los contratos de futuros más cercanos.
- (4) Las ganancias y pérdidas en divisas incluyen sólo los contratos "forward" y de futuros. Las G&P sobre acciones extranjeras incluyen las ganancias y pérdidas en divisas sobre las posiciones.

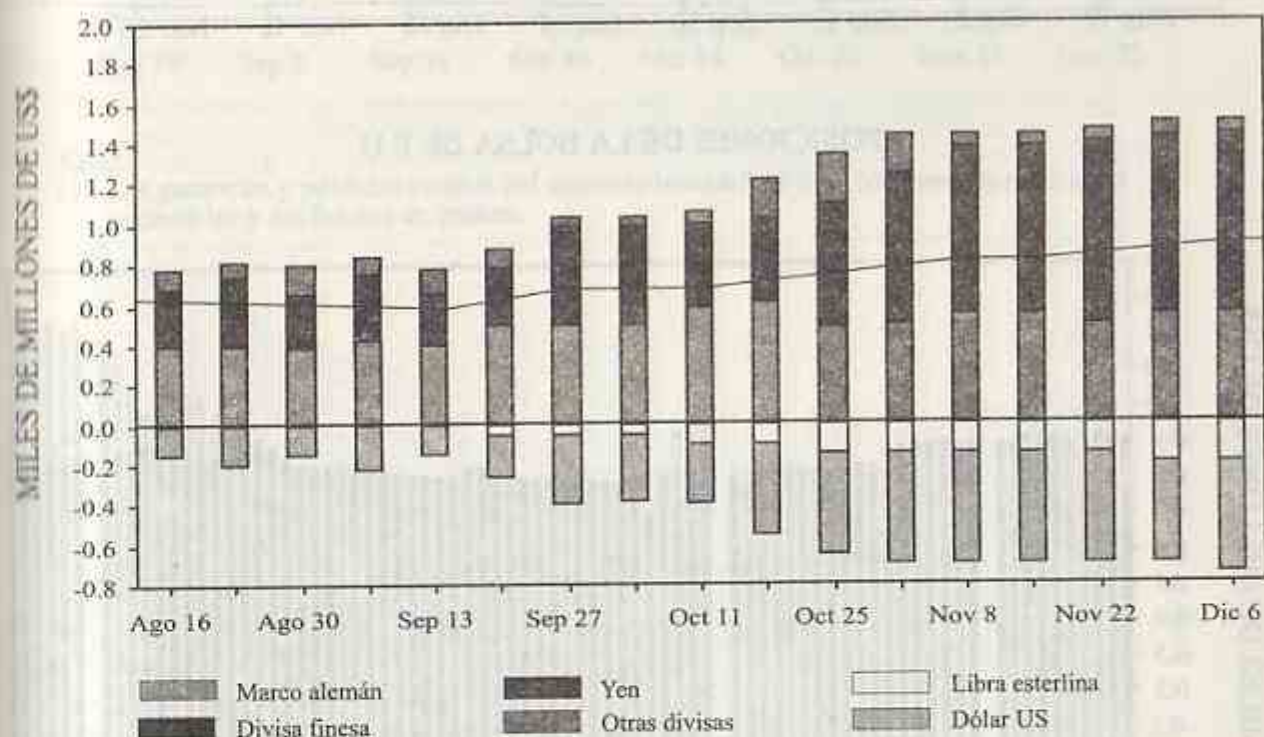


## PRECIOS DE LAS DIVISAS

Fase Uno: 19/8 a 8/12 1985



## EXPOSICION NETA A LAS DIVISAS (La línea representa el capital accionario del Fondo)

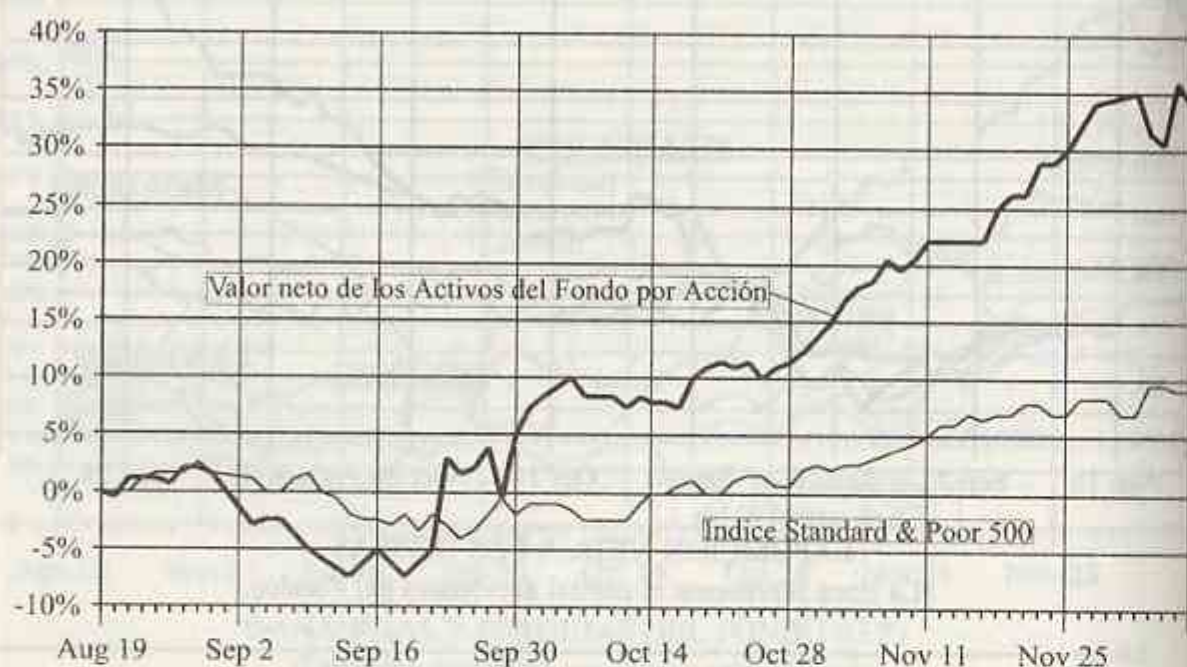


### Notas:

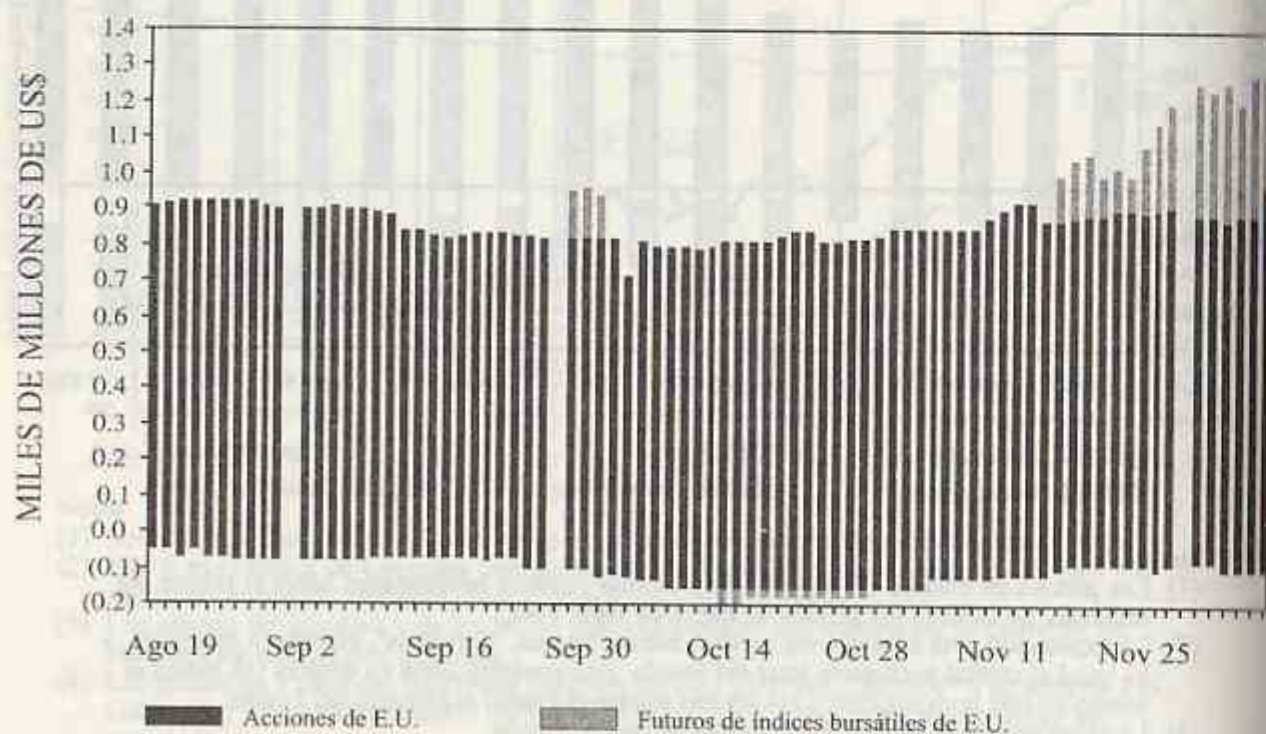
- (1) Los precios en dólares US son mostrados como cambios porcentuales sobre el primer día indicado. Se utilizan los precios de cierre de New York.
- (2) La exposición neta a las divisas incluye bonos, futuros, "forwards", efectivo y márgenes, y es igual al capital accionario total del Fondo. Una posición corta en dólares US indica el monto en que la exposición a las divisas supera el capital accionario del Fondo.
- (3) La exposición a las divisas corresponde al fin de semana.



# MERCADO BURSÁTIL DE LOS E.U. Fase Uno: 19/8 a 8/12 1985

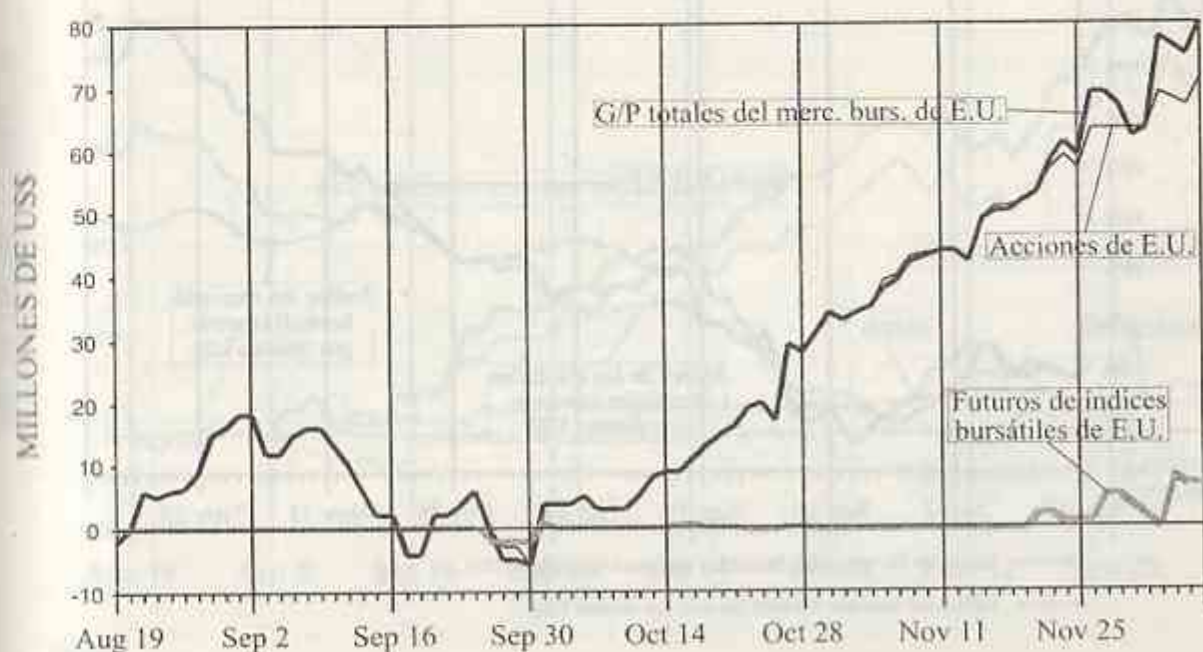


## POSICIONES DE LA BOLSA DE E.U.





## GANANCIAS Y PERDIDAS DEL MERCADO BURSÁTIL DE E.U.

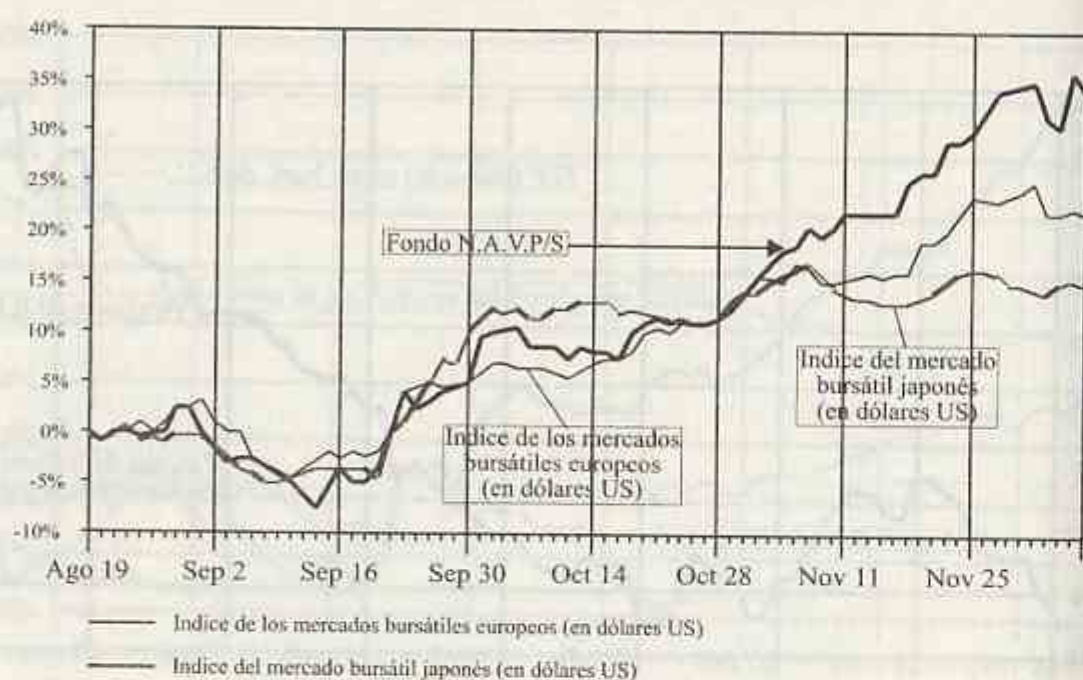


### Notas:

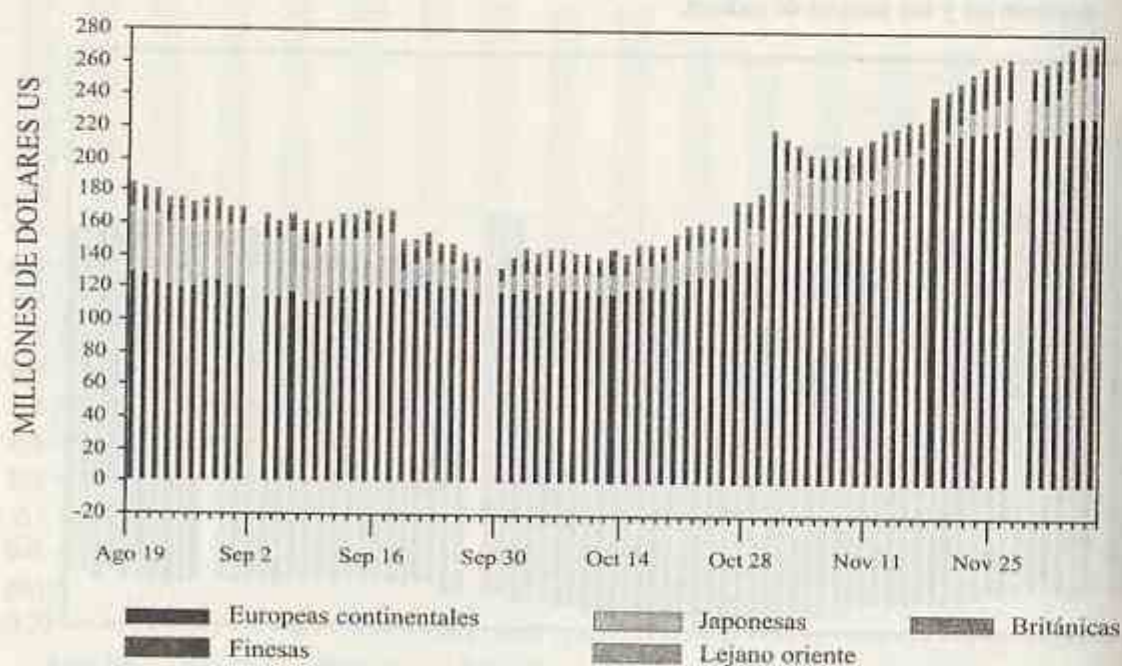
- (1) Las ganancias y pérdidas totales del mercado bursátil de E.U. incluyen las posiciones accionarias y los futuros de índices.



## MERCADOS BURSATILES EXTRANJEROS

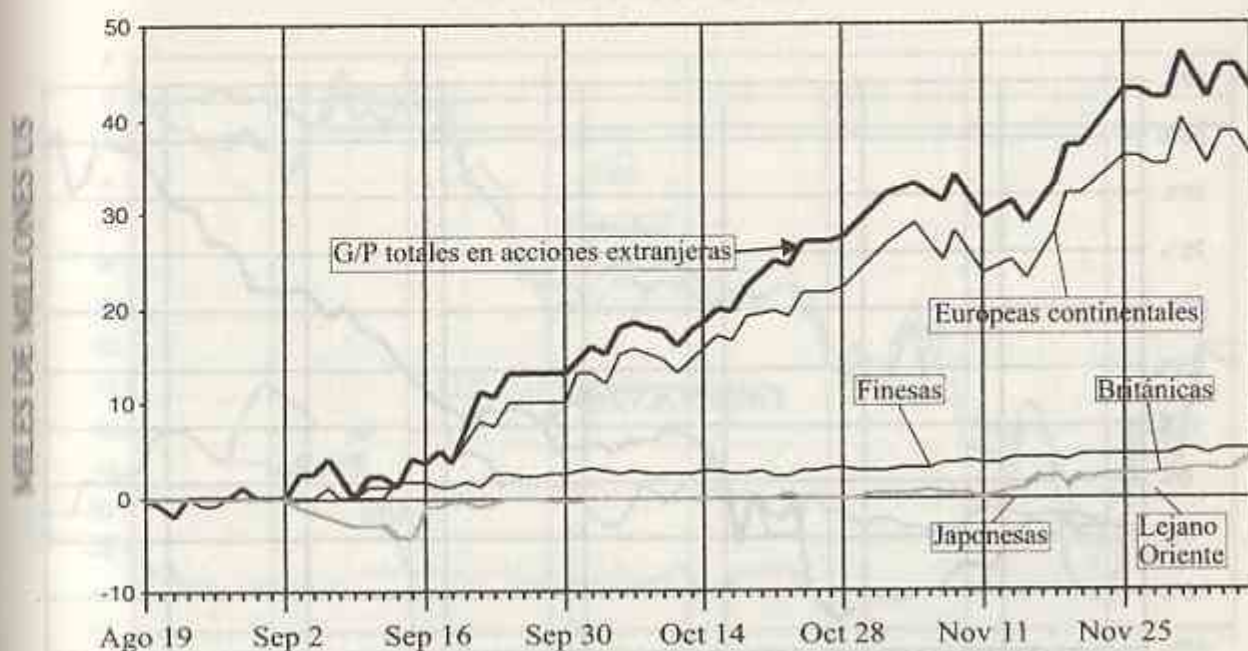


## POSICIONES EN ACCIONES EXTRANJERAS





## G/P EN ACCIONES EXTRANJERAS



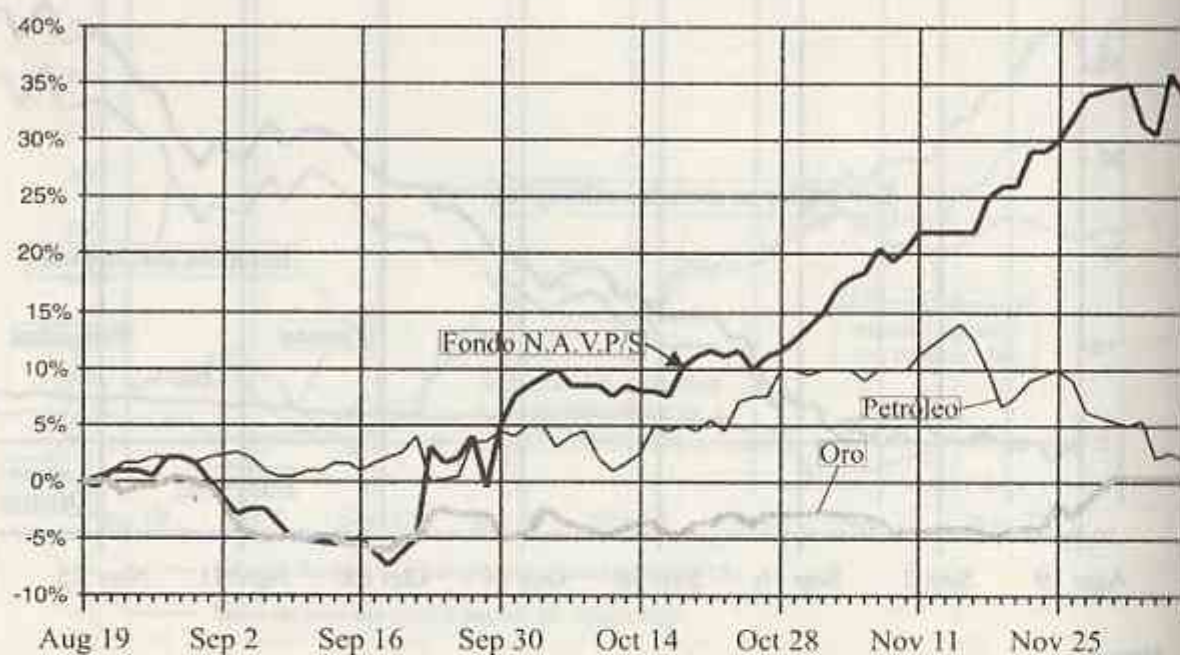
### Notas:

- (1) Las ganancias y pérdidas totales en los mercados accionarios extranjeros incluyen las ganancias o pérdidas en divisas sobre las posiciones en acciones extranjeras.
- (2) Para el Lejano Oriente, las posiciones incluyen Hong Kong, Taiwan, Australia y Tailandia.

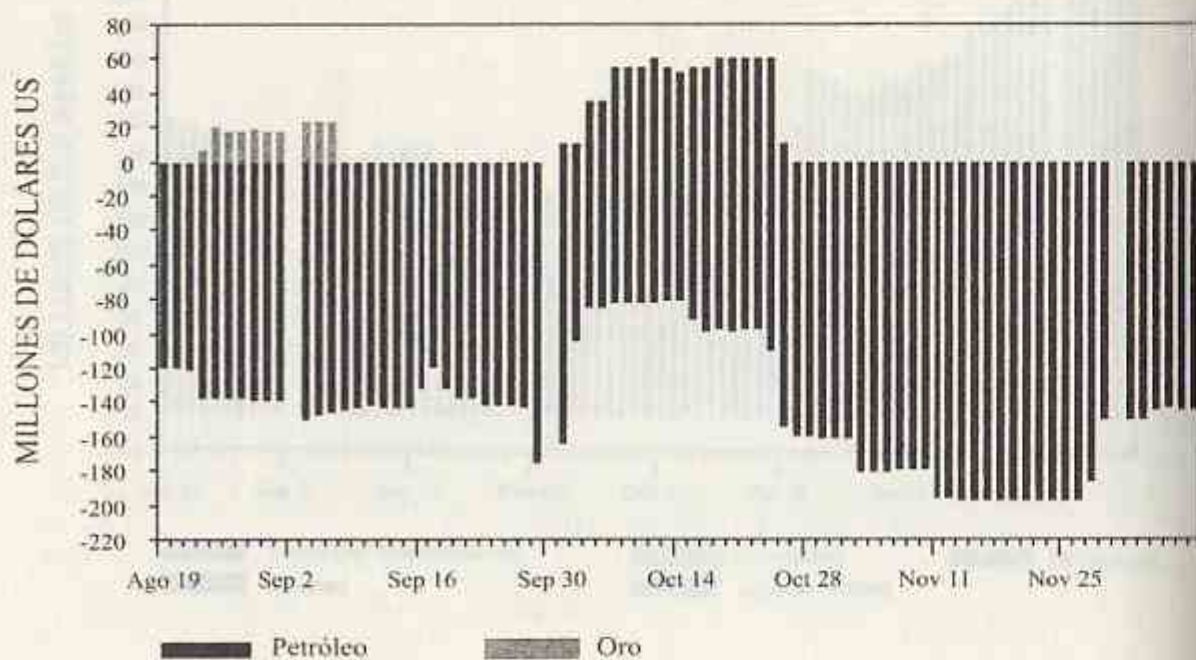


# PRECIO DE LAS COMMODITIES

Fase Uno: 19/8 a 8/12 1985

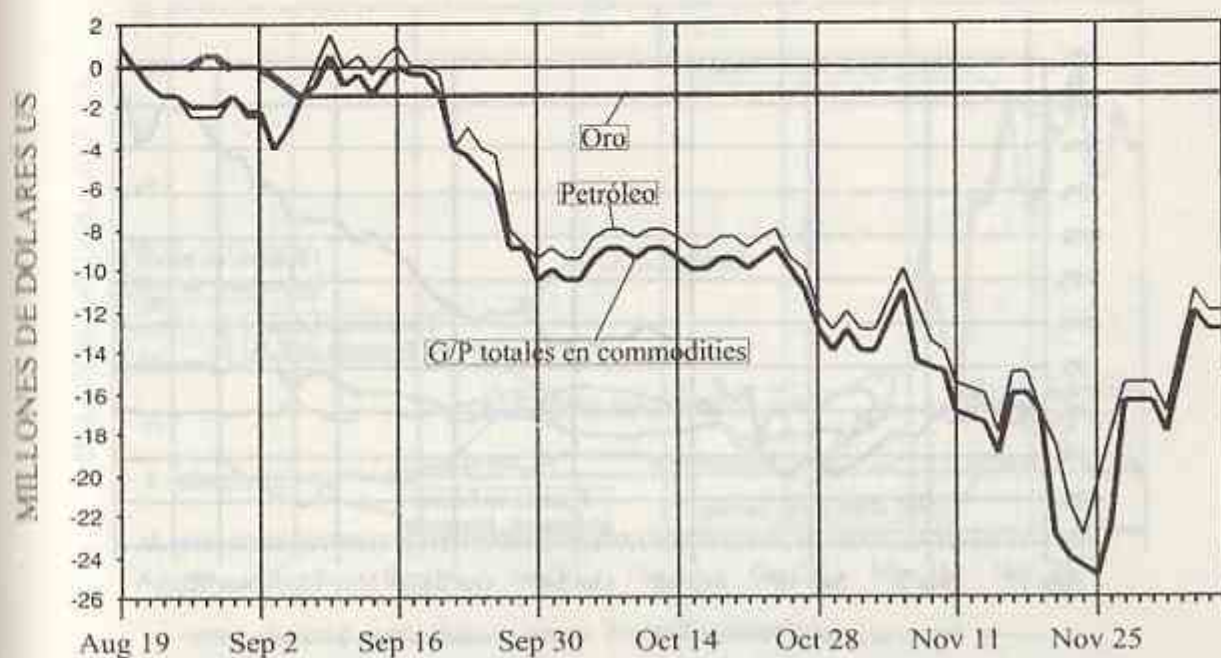


## POSICIONES EN COMMODITIES





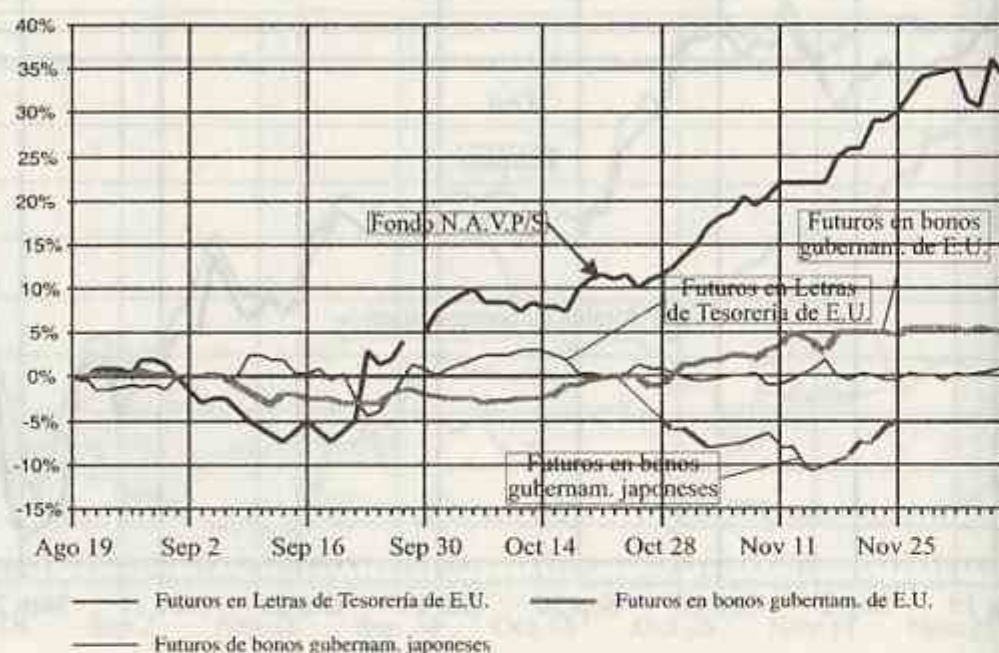
# GANANCIAS Y PERDIDAS EN COMMODITIES



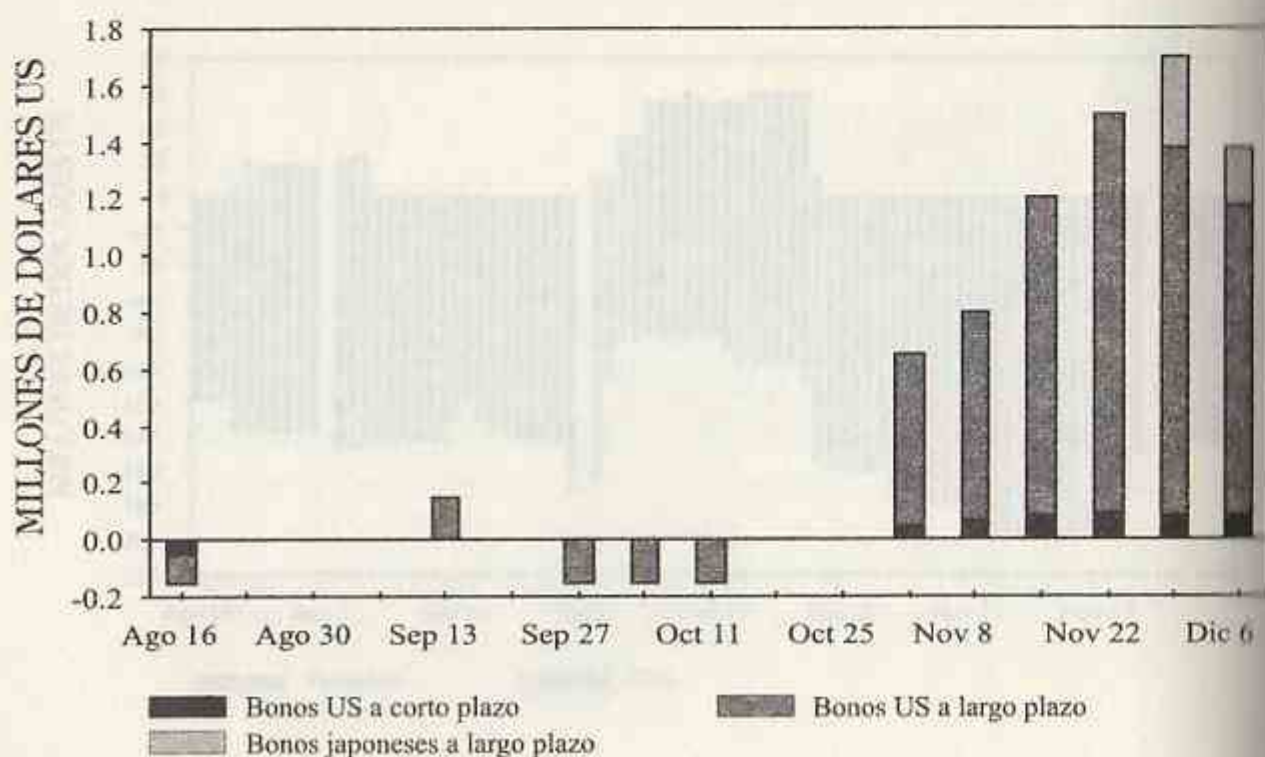


## TITULOS DE INGRESOS FIJOS

Fase Uno: 19/8 a 8/12 1985

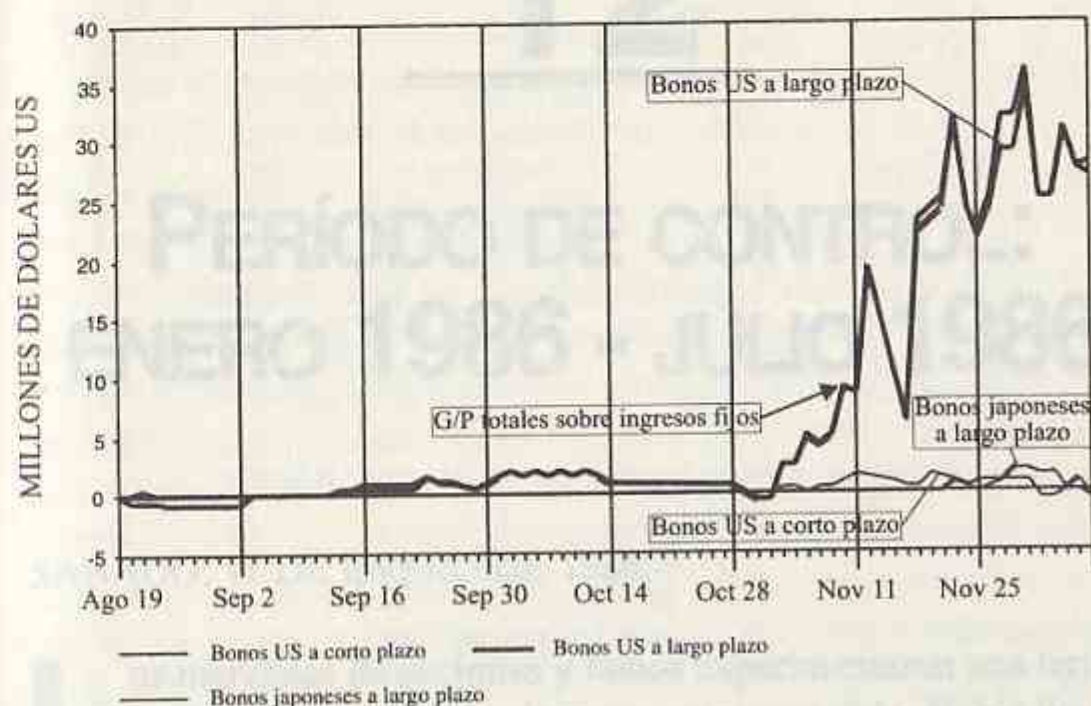


## POSICIONES EN TITULOS DE INGRESOS FIJOS





## G/P EN TITULOS DE INGRESOS FIJOS

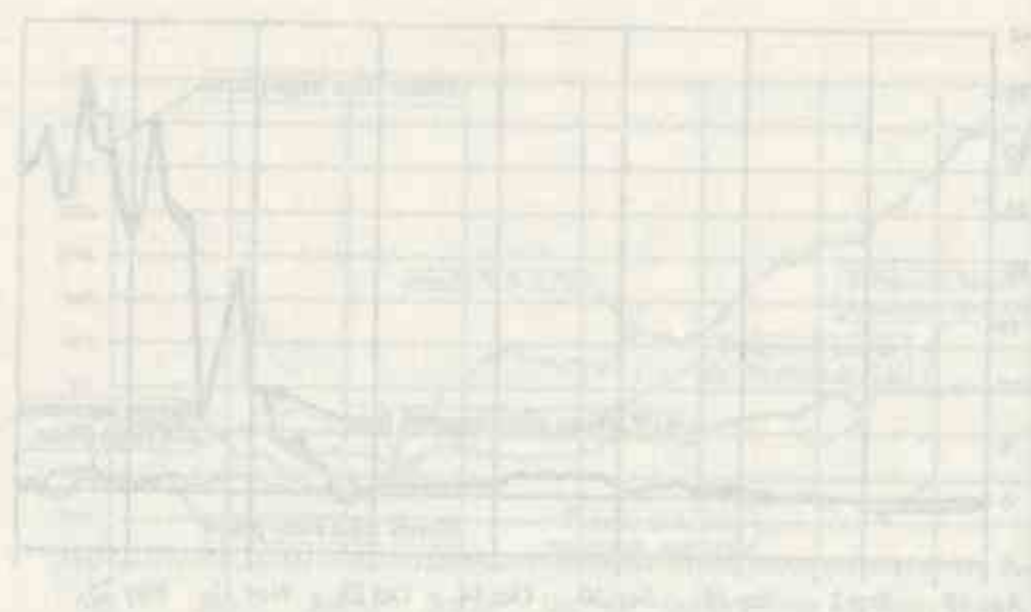


### Notas:

- (1) Las posiciones y las G/P sobre los bonos US a corto plazo incluyen Letras de Tesorería, Futuros sobre Letras de Tesorería y eurodólares y billetes de Tesorería hasta con dos años de vencimiento.
- (2) Todos los bonos gubernamentales US han sido reducidos a un común denominador de Bonos Gubernam. a 30 años. La base de la conversión es el efecto sobre el precio de un cambio determinado en el rendimiento. Por ejemplo, \$ 100 millones en valor nominal de Billetes de Tesorería a 4 años son equivalentes a \$ 28,5 millones a valor de mercado de bonos gubernam. a 30 años.
- (3) Los futuros de los bonos gubernam. japoneses tienen una volatilidad considerablemente menor que los bonos gubernam. US. Por ejemplo, al 30 de junio de 1986, \$ 100 millones a valor nominal de bonos gubernam. japoneses tenían la misma volatilidad que aproximadamente \$ 66,2 en bonos gubernam. US A 30 años. NO hemos hecho el ajuste para esta diferencia.
- (4) Las posiciones son las indicadas para el fin de semana.



# STATIONARY POINTS OF THE EARTH Station 1982-1983



Legend:  
 — Station 1982-1983  
 — Station 1981-1982

Station 1982-1983  
 Station 1981-1982

Station 1982-1983  
 Station 1981-1982



Station 1982-1983  
 Station 1981-1982



# 12

## PERÍODO DE CONTROL: ENERO 1986 - JULIO 1986\*

SABADO, 11 DE ENERO DE 1986\*\*

**L**os mercados de acciones y bonos experimentaron una terrible caída, y he quedado malamente comprometido. Había llegado a mi exposición máxima en el mercado de valores en el momento de los vencimientos de los futuros en diciembre -que coincidieron con un pico transitorio del mercado- y no liquidé mis posiciones en bonos. Como consecuencia, quedé plenamente expuesto a la vez en bonos y acciones en el momento de la caída. Estaba jugando con la idea de reducir a la mitad mi posición en bonos; de hecho, había vendido unos \$ 100 millones cuando el mercado cayó, y no me sentí inclinado a seguirlo en su caída. Más tarde volví a comprar prematuramente los bonos que había vendido.

\* Este capítulo ha sido incluido principalmente por su valor documental. Es totalmente repetitivo. Aconsejo a los lectores no interesados en mis macro-manipulaciones que pasen directamente al capítulo siguiente.

\*\* Se podrán encontrar en este capítulo los cuadros que muestran la situación y la performance del Quantum Fund desde el 9 de diciembre de 1985 hasta el 31 de marzo de 1986. La clave para las notas entre paréntesis de (1) a (6) en las tablas de entradas diarias es la que se dio al final del Capítulo 10.



## El Experimento en tiempo real

### Enero 10, 1986

	<i>Cierre 1/10/85</i>	<i>% de cambio desde 12/9</i>		<i>Cierre 1/10/86</i>	<i>% de cambio desde 12/9</i>
DM	2.4675	+ 2.6	S&P 500	205.96	+ .8
¥	202.45	+ .5	Bonos-T USA	83 04/32	+ .8
£	1.4880	+ 2.1	Eurodólares	91.85	0
Oro	341.70	+ 8.1	Petróleo Crudo	27.59	- 6.3
			Bonos japoneses	98.55	+ 1.6
Quantum Fund: capital accionario			\$ 942,000,000		
Valor de activos fijos, por acción			\$ 6,350		
Cambio desde 12/31/84			+ 5.9%		
Cambio desde 8/16/85			+ 45.6%		

### Estructura de la cartera (en millones de dólares)

<i>Posiciones de Inversión (1)</i>		<i>Cambio Neto (2)</i>		<i>Exposición neta a las divisas (6)</i>	<i>Cambio Neto (2)</i>	
		<i>Largo</i>	<i>Corto</i>		<i>Largo</i>	<i>Corto</i>
Acciones						
Acciones USA	1,011	(65)	+ 273	Relac. c/el DM	609	- 84
US Index				Yen japonés	612	- 216
Futures	717		+ 440	Libra esterlina		(278) - 163
Acciones				Dólar USA		(1) + 515
extranjeras	318		+ 48	Otras divisas	21	- 24
Bonos (3)						
Gobierno USA						
Corto						
plazo (4)			- 90			
Largo						
plazo	958		+ 241			
Japoneses (5)	259		+ 6			
Commodities						
Petróleo		(224)	- 67			
Oro						

Sólo en materia de divisas y de acciones europeas mis transacciones fueron correctas. Eliminé mi exceso de divisas en un momento de firmeza transitoria, de tal manera que ahora sólo tengo mi capital accionario invertido en divisas extranjeras -con una posición corta en libras esterlinas contra el marco alemán- pero sin *leverage*.



También vendí en un mercado firme mis posiciones en los mercados de acciones extranjeras, y de este modo mi exposición global continuó siendo estable, a pesar de la suba.

Como es habitual, la caída se debió a una combinación de factores. El más importante fue un informe acerca de la firmeza del empleo, que convenció al mercado de que no se debía esperar un corte en la tasa de descuento. Las medidas tomadas contra Libia tuvieron igualmente un efecto perturbador: hubo varios rumores no confirmados acerca de la venta de acciones, bonos y dólares por los árabes. El mercado puede haberse visto igualmente afectado porque se impusieron requerimientos sobre los márgenes en materia de bonos basura. El viernes por la tarde, dos días después de la caída inicial, el mercado de bonos superó un punto de resistencia importante: un rendimiento del  $9\frac{1}{2}\%$  sobre los bonos a 30 años, en el marco de la preocupación acerca de la constitucionalidad de la enmienda Gramm - Rudman.

Lo que volvió vulnerable el mercado ante esta evolución fue la euforia prevaleciente en el momento en que se produjo. Por desgracia, yo también quedé comprometido. Considero este episodio como una corrección típica en un mercado en alza. Su violencia —una caída del 5% de los futuros indexados en un par de horas— presagia lo que aún falta que ocurra si el mercado en alza se extiende todavía más.

En forma característica, los auges bursátiles sobreviven a un cierto número de pruebas, de tal modo que el mercado termina por considerarse invulnerable. Sólo entonces está maduro para un derrumbe. Pero aún estamos muy lejos de ese punto. Las opiniones al respecto son todavía muy cautelosas. Lo único que ocurrió es que el mercado se ha sentido decepcionado en sus expectativas de una reducción inminente de la tasa de descuento. El extremo corto del mercado de bonos ya ha quedado corregido: los futuros en eurodólares bajaron casi medio punto. El extremo largo puede reaccionar en exceso, pero si eso ocurriera espero que pronto su movimiento pendular lo llevará de vuelta a sus posiciones anteriores.



Como antes, mi posición se basa en la creencia de que la economía carece de un impulso real. Es posible que la Reserva Federal no reduzca la tasa de descuento, pero tampoco tiene motivos para permitir que la tasa de los fondos federales se negocie a niveles superiores a los actuales. Del mismo modo, considero insustancial el cuestionamiento constitucional de la enmienda Gramm - Rudman: el proceso estará en marcha en el momento en que se resuelva la cuestión. Si esta opinión fuera desacertada, tendría que revisar mi posición, con una pérdida considerable. Hasta entonces, me propongo mantenerme firme donde estoy parado ahora. Espero que la presión máxima sobre el mercado de bonos se haga sentir mañana: queda por verse qué daños producirá. De ahora en adelante, el mercado accionario debería comportarse mejor que el de bonos.

El problema consiste en que, al no haber vendido, ahora no puedo comprar. Lo único que puedo hacer es quedarme afuera durante esta ronda, y esperar que la situación no se vuelva inmanejable. Mis reservas líquidas deberían ser suficientes para permitirme superar el trance, pero no se puede estar nunca seguros. La baja desgarnece mis reservas, y me deja más expuesto que antes de la caída. Como espero que ésta será transitoria, no tiene sentido buscar dinero en este momento. Por el mismo motivo, sería totalmente incorrecto reducir en lo más mínimo mis reservas actuales.

P.S., MIERCOLES, ENERO 15, 1986

El Grupo de los Cinco se reúne este fin de semana. Sé lo que yo haría en su lugar: reduciría las tasas de interés en forma multilateral. Esto demostraría que las autoridades están cooperando entre sí, y que controlan la situación. Contribuiría a mantener la estabilidad en el mercado de divisas extranjeras; si no se tomara esa medida, podría resultar difícil impedir un alza transitoria del dólar.

El terreno ha quedado totalmente preparado: la enmienda Gramm - Rudman está en marcha, y se ha frenado el uso de los



bonos basura. Japón espera que los Estados Unidos encabecen el proceso de reducción de las tasas de interés. Es verdad que el MI ha superado la meta establecida, y que probablemente la economía creció un 3½% en el cuarto trimestre de 1985. Reducir la tasa de descuento significaría abandonar públicamente el monetarismo; pero el mercado de bonos aceptaría la medida, porque se realizaría de común acuerdo con otras naciones, en un momento en que los tipos de cambio son estables y la reputación de Volcker como un sólido monetarista está más allá de toda duda. El interrogante es: ¿Volcker estará dispuesto a hacerlo?

Estoy poco dispuesto a creer que las autoridades harán lo que yo querría que hicieran. No obstante, esta vez me inclino a hacer una apuesta al respecto, sujeta a las restricciones debidas a la exposición que presenta mi situación. Eso significa que compraré algunos futuros en eurodólares que carecen relativamente de riesgos. El único riesgo consistiría en quedar aún más expuesto, y en verme obligado a recortar mi exposición en un momento indebido. Estoy preparado a asumir el riesgo porque si la apuesta fracasara, me propondría de todos modos recortar mi exposición. Hay una expresión francesa: *reculer pour mieux sauter* (retroceder para saltar mejor). Haré lo contrario: avanzaré para reagruparme. Reduciré mi actual exposición, que considero insostenible a largo plazo, aumentándola en el corto plazo.

## MARTES POR LA MAÑANA, ENERO 21, 1986

La reunión del Grupo de los Cinco no produjo ningún resultado bien definido. Apenas se pueden esperar anuncios dramáticos después de todo el bombo publicitario y de las filtraciones que precedieron la reunión. No obstante, la sobria declaración fue menos que informativa. Me veo librado a mis propios recursos para conjeturar lo que ocurrió realmente.

Creo que se admitió la meta de reducir las tasas de interés a escala mundial, pero los dos bancos centrales verdaderamente indepen-



dientes, los de Alemania y los de los Estados Unidos, se negaron a asumir el compromiso de una acción concertada. Sospecho que la Reserva Federal comenzó sutilmente a aliviar la política monetaria aún antes de la reunión -las cifras del jueves próximo deberían proporcionar elementos de juicio más concluyentes- pero se necesita que sea la reacción del mercado la que determine cuándo reducir la tasa de descuento, y no un consorcio de gobiernos. Permitir que el Grupo de los Cinco dicte la política monetaria de los Estados Unidos constituiría un precedente demasiado peligroso para que pueda aceptarlo un Banco Central dispuesto a preservar su independencia.

Lo preocupante en este desenlace es que surja una desavenencia entre Baker y Volcker. Mirado en forma retrospectiva, el desacuerdo entre Volcker y la administración sobre la imposición de requerimientos marginales en materia de bonos basura asume una significación que se acrecienta con el tiempo. Volcker parece estar preocupado ante la posibilidad de que, al reducir en forma demasiado agresiva las tasas de interés, se alimentaría un auge bursátil que podría desembocar en un crack. Y yo sería el último en contradecirlo. El hecho de que Volcker esté preocupado al respecto hace menos probable que el auge se ponga en marcha. En cualquier caso, el Grupo de los Cinco ha perdido algo de su impulso, y ésta es una evolución peligrosa.

Consideré que me correspondía reducir la exposición extra que había asumido antes de la reunión, pero antes de ejecutar mi plan de "despalancar", decidí esperar hasta disponer del conjunto siguiente de cifras de la Reserva Federal. En lugar de vender los futuros en eurodólares que había comprado, liquidé algunos futuros indexados de la lista de S&P [Standard and Poors], porque estimé que el mercado accionario era más vulnerable.

En el transcurso de la jornada, la declinación de los precios de los papeles energéticos se aceleró, hasta convertirse en una verdadera desbandada. Al fin del día, las acciones, los bonos y las divisas se resarcieron todos de las pérdidas experimentadas a lo largo de la jor-



nada. Esto constituye un acontecimiento fundamental. Finalmente se está produciendo el colapso de los precios del petróleo, esperado desde hace mucho tiempo.

Enero 20, 1986							
	Cierre 1/20/85	% de cambio desde 1/10		Cierre 1/20/85	% de cambio desde 1/10		
DM	2.4580	+ .4	S&P 500	207.53	+ .8		
¥	202.45	0	Bonos-T USA	83 17/32	+ .5		
£	1.4125	- 5.1	Eurodólares	91.91	+ .1		
Oro	354.10	+ 3.6	Petróleo crudo	21.27	- 17.5		
			Bonos japoneses	98.00	- .6		
Quantum Fund: capital accionario				\$ 1,006,000,000			
Valores activos fijos por acción				\$ 6,775			
Cambio desde 12/31/84				+ 6.7%			
Cambio desde 8/16/85				+ 55.4%			
Estructura de la cartera (en millones de dólares)							
Posiciones de Inversión (1)	Largo	Corto	Cambio Neto (2) desde 1/10	Exposición neta a las divisas (6)	Largo	Corto	Cambio Neto (2) desde 1/10
Acciones				Relac. con el DM	559		- 50
Acciones USA	1,014	(73)	- 5	Yen japonés	612		0
US Index				Libra esterlina		(270)	+ 8
Futures	584		- 133	Dólar USA	105		+ 106
Acciones extranjeras	314		- 4	Otras divisas	31		+ 10
Bonos (3)							
Gobierno USA							
Corto							
Plazo (4)	88		+ 88				
Largo							
Plazo	1,026		+ 68				
Japoneses (5)	261		+ 2				
Commodities							
Petróleo		(159)	+ 65				
Oro							

Nada puede detener una caída libre, salvo una intervención gubernamental; pero los gobiernos sólo intervienen en las emergen-



cias. La sospecha de un desacuerdo entre Volcker y Baker debilita aún más las perspectivas de que se tome a tiempo una decisión. En consecuencia, nos encaminamos hacia un periodo de máximo riesgo para el sistema bancario. ¿Qué les ocurrirá a todos los préstamos a los sectores energéticos y a las naciones deudoras dependientes de estos últimos?

Estoy convencido de que no se permitirá que la situación quede fuera de control, porque se dispone con facilidad de un remedio: un impuesto a la importación de petróleo, con medidas especiales para México. Sin embargo, para establecer un impuesto, el presidente Reagan debería dar marcha atrás; sólo una emergencia podría proporcionarle una excusa: por ende, la situación deberá deteriorarse antes de que se aplique el remedio. Me corresponde "desapalancar" en la mayor medida posible. La caída de los precios del petróleo tiene muchas consecuencias positivas, tanto para las acciones como para los bonos, pero sería inadecuado especular con ellos sobre una base "despalancada", especialmente si es probable que la reacción inicial del mercado sea la misma que la mía.

SABADO, FEBRERO 22 DE 1986

"Desapalanqué" demasiado pronto: no logré aprovechar plenamente un poderoso movimiento hacia arriba en ambos mercados, el de acciones y el de bonos. Incluso me hice transitoriamente de algunas posiciones cortas en futuros de bonos cuando escuché que el tribunal inferior de los Estados Unidos iba a dictaminar contra la constitucionalidad de la enmienda Gramm - Rudman. Pero la decisión fue pospuesta una semana, y el colapso de los precios del petróleo sobrepujo en importancia cualquier otra consideración, de tal modo que me vi obligado a cubrirme a pérdida. En síntesis, mi *trading* fue deficiente. No obstante, al Fondo le fue bien, ayudado por nuestras posiciones cortas en petróleo y en dólares. Nuestra selección de acciones trabajó igualmente en nuestro favor.



Febrero 21, 1986							
	Cierre 2/21/86	% de cambio desde 1/20		Cierre 2/21/86	% de cambio desde 1/20		
DM	2,296.0	+ 6.6	S&P 500	224.62	+ 8.2		
¥	182.20	+ 10.0	Bonos-T USA	90 06/32	+ 8.0		
£	1,454.5	+ 3.0	Eurodólares	92.10	+ .2		
Oro	341.00	- 3.7	Petróleo crudo	13.53	- 36.4		
			Bonos japoneses	101.60	+ 3.7		
Quantum Fund: capital accionario				\$ 1,205,000,000			
Valor de activos fijos por acción				\$ 8,122			
Cambio desde 12/31/84				+ 19.9%			
Cambio desde 8/16/85				+ 86.2%			
Estructura de la cartera (en millones de dólares)							
Posiciones de Inversión (1)	Largo	Corto	Cambio Neto (2) desde 1/20	Exposición neta a las divisas (6)	Largo	Corto	Cambio Neto (2) desde 1/20
Acciones				Relac. c/ el DM	783		+ 224
Acciones USA	1,064	(185)	- 62	Yen japonés	726		+ 114
US Index				Libra esterlina		(343)	- 73
Futures		(92)	- 676	Dólar USA	39		- 66
Acciones extranjeras	426		112	Otras divisas	81		+ 50
Bonos (3)							
Gobierno USA							
Corto							
Plazo (4)			- 88				
Largo							
Plazo	215		- 811				
Japoneses (5)			- 261				
Commodities							
Petróleo		(55)	+ 104				
Oro							

En realidad, me sentiría incómodo si me viera expuesto en forma excesiva en este momento: es probable que por esto operé deficientemente cuando dispuse de una posición apalancada. Considero la declinación de los precios del petróleo como la combinación de dos influencias: un estímulo económico y un shock financiero. Los mer-



cados están reaccionando ante la primera influencia, en tanto que soy extremadamente sensible a la segunda.

Nos estamos acercando a la hora de la verdad en el tema de la deuda internacional. Con el petróleo por debajo de \$ 15, México tiene en perspectiva un faltante en el servicio de la deuda del orden de los \$ 10.000 millones. Para suplirlo, deben ocurrir ciertas cosas. México tendrá que ajustarse todavía más el cinturón; los bancos deberán soportar un fuerte impacto, y los Estados Unidos se verán obligados a soltar algo de dinero, como subvenciones o para proteger los precios del petróleo mexicano. Es posible hacerlo, pero será una operación compleja y delicada.

Las concesiones hechas por los bancos deberán ser extendidas a otros países deudores. Ahora los bancos mayoristas están en condiciones de absorber un recorte significativo de las tasas de interés sobre los préstamos a los países menos desarrollados, pero es probable que el Bank of America, para tomar un caso, se vea empujado al borde del precipicio. Se lo sacará de apuro, siguiendo los lineamientos del Continental Illinois Bank, y los depositantes se verán protegidos. Es posible incluso que estos últimos no sucumban al pánico, pero en cambio eso podría ocurrirle al mercado bursátil. La firmeza del mercado, combinada con la cantidad de créditos involucrados en las transacciones en futuros y opciones, lo vuelve extremadamente vulnerable a un súbito revés. En enero hubo una caída de un 5% en dos horas; la próxima vez, podría ser un 10% o un 15%. Creo que el riesgo de un colapso se ha desplazado del sistema bancario a los mercados financieros, y me sentiría en ridículo si quedara atrapado. Mi cautela podría costarme mucho, pero asegurará mi supervivencia.

Al enterarme de que el presidente de México, Miguel de la Madrid, pronunciará un discurso esta noche, vendí algunos futuros de S&P y algunos dólares en posiciones cortas, como una póliza de seguros para el fin de semana.



MARTES, MARZO 27 DE 1986

He hecho muy pocos movimientos macro desde que reduje mi *leverage* a fines de enero. Apreciado en forma retrospectiva, es evidente que me moví demasiado pronto, porque perdí la mejor parte de la reacción del mercado de bonos. Es obvio que subestimé las consecuencias alcistas de la declinación de los precios del petróleo. Francamente, no creía que se permitiría que el petróleo cayera hasta tal punto sin una intervención gubernamental. Nada puede detener una caída del petróleo, salvo una intervención de este tipo, porque la curva de oferta se invierte: cuanto más baja el precio, tanto más petróleo se debe vender para satisfacer los requerimientos de los países productores. Con el tiempo habrá que proteger a los productores internos. Por ese motivo, desplacé mi posición corta del petróleo de Texas occidental al tipo Brent: ese movimiento resultó costoso, porque quedé atrapado en un aprieto de posiciones cortas.

Sólo puedo justificar mi decisión de reducir el *leverage* sobre bases subjetivas. Operar con este método implica una tensión considerable, y he hecho suficiente dinero recientemente para no querer convivir con ella. Sin embargo, perder una oportunidad es igualmente doloroso. Por suerte, no perdí el mercado: tan sólo no logré aprovecharlo al máximo.

Quedé inactivo en gran medida en materia de divisas. Lo único que hice fue acrecentar aún más la posición cruzada DM/£. Reconocí que la naturaleza de los mercados de divisas se estaba modificando una vez más; el espíritu de cooperación que había emergido en la primera reunión del Grupo de los Cinco se debilitó en la segunda, y además las autoridades estaban perdiendo el control del mercado. El dólar se estaba moviendo a mayor velocidad y a menor nivel de lo que deseaban las autoridades. Tanto los japoneses como los alemanes comenzaron a preocuparse.

Las autoridades norteamericanas estaban divididas: Volcker compartía la preocupación de los alemanes y los japoneses, en tanto que el resto de la administración estadounidense consideraba que las



contorsiones de los japoneses representaban un signo bienvenido de que el dólar más bajo comenzaba a morderles los talones. El dólar caía por su propio impulso, y la causa de la declinación no resultaba clara: la caída de los precios del petróleo debía tener algo que ver con ella. Una parte del impacto presentaba un carácter no recurrente -se necesitaba una menor cantidad de dólares para financiar las transacciones petroleras- pero la tendencia era suficientemente pronunciada como para atraer hacia ella los sectores especulativos.

Mantuve intactas mis posiciones cortas en dólares, no a causa de una gran convicción, sino porque no tenía opiniones firmes, y percibía que mis chances de hacer dinero negociando con divisas no justificaban la inquietud y la exasperación producidas. Sostener la misma posición era más cómodo que cambiarla, y mi falta de convicciones me ponía en una buena situación para reevaluar el panorama cuando fuera necesario.

Luego se produjo la renuncia de Preston Martin, y la lucha sobre las tasas de interés, que se había desarrollado detrás de las bambalinas, apareció abiertamente a la luz pública. El mercado respondió con un fuerte reagrupamiento alrededor del dólar. También la libra esterlina se recuperó contra el marco alemán, y me encontré enfrentando una fuerte pérdida en divisas: la primera desde el comienzo de la flotación sucia. Eso me obligó a reexaminar la situación macroeconómica.

Lo que encuentro es un estancamiento económico continuo. Los elementos de firmeza y de debilidad están bien balanceados. La firmeza proviene principalmente de tasas de interés más bajas y del optimismo engendrado por mejores márgenes de beneficios; la construcción de viviendas, la reposición de los stocks, la formación de nuevas empresas, el mayor empleo en el sector de servicios son igualmente influencias positivas. La fuente principal de debilidad se encuentra en la industria petrolífera. El petróleo es un componente básico en el gasto de capital, y probablemente tiene igual importancia que la industria automotriz.

Existen otras formas de gastos de capital igualmente débiles,



aunque se puede esperar que mejoren con el transcurso del tiempo. Una fuente adicional de debilidad, el menor déficit del presupuesto, no ha tenido todavía tiempo de hacer sentir su impacto. La tasa de ahorro parece estar mejorando al mantenerse controlado el gasto de consumo. Los inversores responden a las menores tasas de interés orientándose hacia las acciones y los bonos a largo plazo. Todo esto tiene un carácter muy alcista, tanto para los bonos como para las acciones.

En vista de la endeblez de la economía, no veo motivos para reducir mis posiciones cortas en dólares. Considero más bien la actual firmeza del dólar como un motivo para esperar que las tasas de interés bajen aún más. De acuerdo con esta evaluación, he decidido restablecer mis posiciones largas en bonos. Comprar bonos sobre la base de un rendimiento de un 7½%, cuando los había vendido en el momento en que rendían de 9 a 9¼%, no resulta una decisión fácil de tomar, pero la lógica de la situación me obliga a hacerlo. Es inconsistente estar corto en dólares sin estar largo en bonos, y pienso que sería erróneo comprar dólares ahora. ¿Y qué se puede decir del *leverage* implícito en todo esto? Después de todo, fueron las pocas ganas que sentí de continuar con el *leverage* las que me indujeron a reducir mi exposición, en primer término. Indudablemente, eso acrecienta la tensión, inherente al hecho de estar corto en dólares sin estar largo en bonos. Tendré que enfrentar esta situación estando más alerta.

¿Cuáles son las perspectivas de un revés significativo, tanto en el mercado de acciones como en el de bonos? Cuando observo el dinamismo interno del mercado, llego a la conclusión de que el auge es demasiado reciente y vigoroso para caer por su propio peso. Los inversores, incluyéndome a mí, son todavía muy cautos. Las acciones están a punto de volverse demasiado costosas para compras apalancadas, y la tasa real de interés es todavía demasiado elevada, teniendo en cuenta el colapso de los precios del petróleo. O el dólar o las tasas tienen que declinar, o ambos a la vez. Teniendo en cuenta que el dólar se ha estabilizado, son las tasas de interés las que deben moverse.



Sobre bases internas solamente, el auge tiene un largo camino para recorrer: los precios de las acciones podrían duplicarse, o ir aún más arriba antes de volverse vulnerables. Algunos mercados de acciones más pequeños están mucho más expuestos. Italia es un ejemplo. Si se produjera un crack, éste debería afectar a Italia antes de alcanzar a los Estados Unidos.

En la actualidad, el único peligro es un shock externo. Se puede advertir con claridad su origen: los precios del petróleo se encaminan hacia una colisión. El petróleo continuará cayendo hasta que se desencadene algún acontecimiento catastrófico que detenga o invierta la tendencia. Podemos distinguir entre dos tipos de acontecimientos catárticos: los militares y los financieros.

La evolución político-militar es notoriamente difícil de prever. En el Medio Oriente, las tensiones están creciendo. Hemos tenido una casi revolución en Egipto; la guerra entre Irán e Irak muestra signos de una escalada; la incursión de la flota estadounidense en la bahía de Sidra pasó sin repercusiones serias, pero son de esperar nuevos incidentes. Como no se los puede prever, lo único que puedo hacer es estar atento. Un suave toque de *leverage* sirve para aumentar el nivel de alerta.

Las repercusiones financieras de los precios más bajos del petróleo son mucho más evidentes. En México, especialmente, hay acontecimientos que esperan el momento adecuado para producirse. ¿En qué consistirán? ¿en un salvamento o en una confrontación? Ese país se ha echado atrás en cuanto a pedir concesiones en materia de tasas de interés. Es probable que se ofrezca algún tipo de papeles nominados en petróleo para disfrazar la concesión que necesita México, y para impedir que el problema se extienda a otros países deudores.

Resulta más difícil desentrañar la reacción de los mercados. Un arreglo ordenado reforzaría la tendencia alcista, pero en cambio las dudas con respecto a este tipo de arreglos pondrían a prueba el mercado. En la actualidad, es probable que el mercado supere la prueba, pero sería preferible no quedar expuestos hasta tanto se decida la cuestión.



DOMINGO, ABRIL 6 DE 1986 \*

El martes pasado llevé los futuros cortos en S&P a un monto igual al de mis posiciones largas en bonos. Este movimiento ha eliminado de una manera efectiva mi exposición apalancada en el extremo largo. Ahora espero el momento correcto para aumentar mis posiciones cortas, con el fin de reducir aún más mi exposición neta.

El vicepresidente Bush ha anunciado su intención de discutir los precios del petróleo durante su visita a Arabia Saudita. Esto provocó una reacción negativa por parte de la administración, orquestada sin duda por su viejo enemigo Donald Regan. El efecto neto consiste en reducir las chances de un arancel de la importación de petróleo. Siempre existe la posibilidad de que los países de la OPEP se pongan de acuerdo y reduzcan la producción, pero le asigno escaso valor a esa posibilidad. Ahora que la estructura se ha caído en pedazos, se necesitaría un acontecimiento catártico para colocar otra en su lugar. Después de haberse decidido a zambullirse, ¿por qué motivo Arabia Saudita debería arriesgarse a encarar una solución improvisada? Estados Unidos es el productor de alto costo; manteniendo las cosas como están, su producción puede ser reducida en forma permanente. Se podía esperar que la producción estadounidense sería protegida, pero los acontecimientos recientes redujeron esa posibilidad. Preveo que la presión sobre los precios del petróleo continuará.

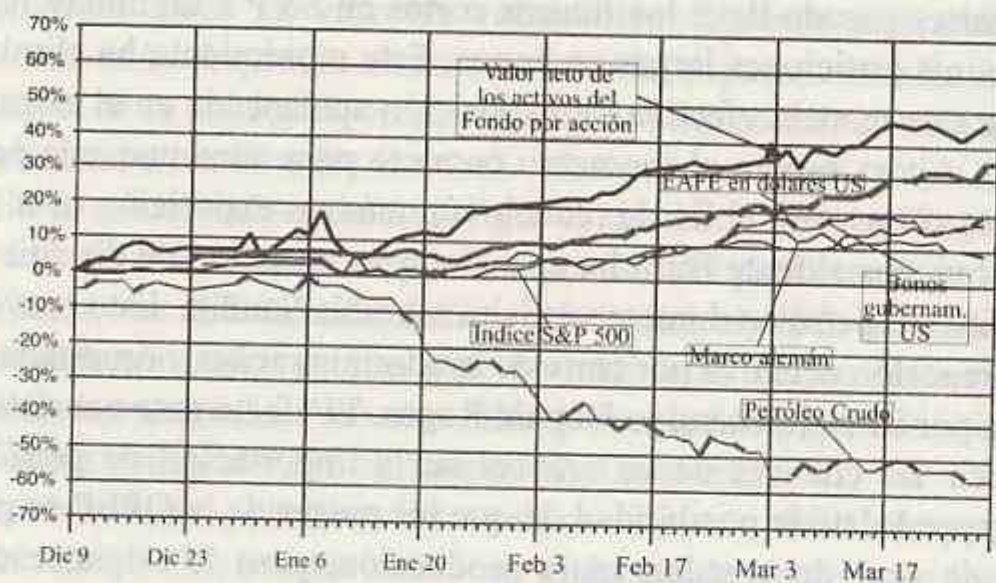
Los precios declinantes del petróleo ejercen efectos alcistas sobre el mercado, hasta que se vuelven bajistas. Por extraño que parezca, en su mayor parte las previsiones no han tenido en cuenta la reducción de la producción petrolífera estadounidense. En lugar de estimular la economía, el primer impacto es negativo. En su con-

\* Se podrán encontrar en este capítulo los cuadros que muestran la posición y la performance del Quantum Fund desde el 31 de marzo de 1986 hasta el 21 de julio de 1986. La clave para las notas entre paréntesis de (1) a (6) en las tablas de entradas diarias es la que se dio al final del Capítulo 10.

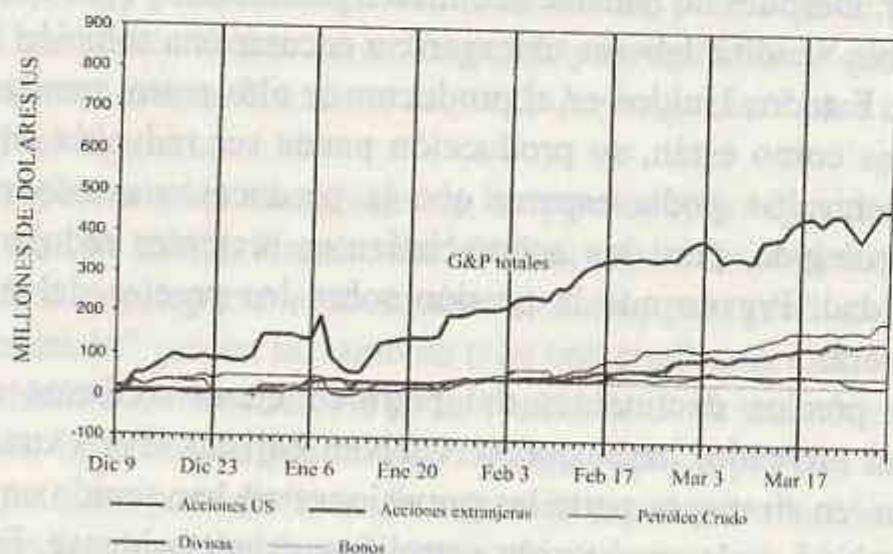


## VALOR NETO DE LOS ACTIVOS DEL FONDO RELATIVO AL MERCADO

Periodo de control: 9/12 1985 a 20/7 1986



## GANANCIAS Y PERDIDAS DEL FONDO (Desglose según las posiciones principales)



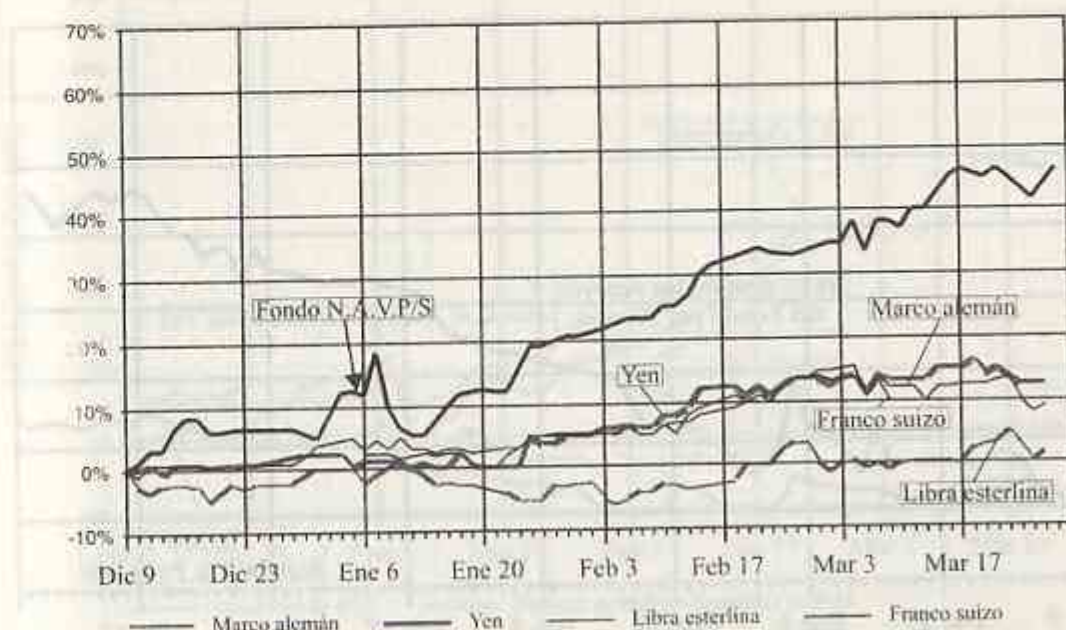
### Notas:

- (1) Todos los precios han sido calculados como cambios porcentuales sobre el primer día indicado.
- (2) EAFE es el Índice de Capitales Internacionales de Morgan Stanley en dólares US para los mercados bursátiles europeos, australianos y del Lejano Oriente.
- (3) Los precios del petróleo y de los bonos gubernam. son los precios de cierre de los más cercanos contratos de futuros.
- (4) Las ganancias y pérdidas sobre divisas incluyen sólo los contratos "forwarad" y de futuros. Las G&P sobre las acciones extranjeras incluyen las ganancias o pérdidas en divisas sobre las posiciones.



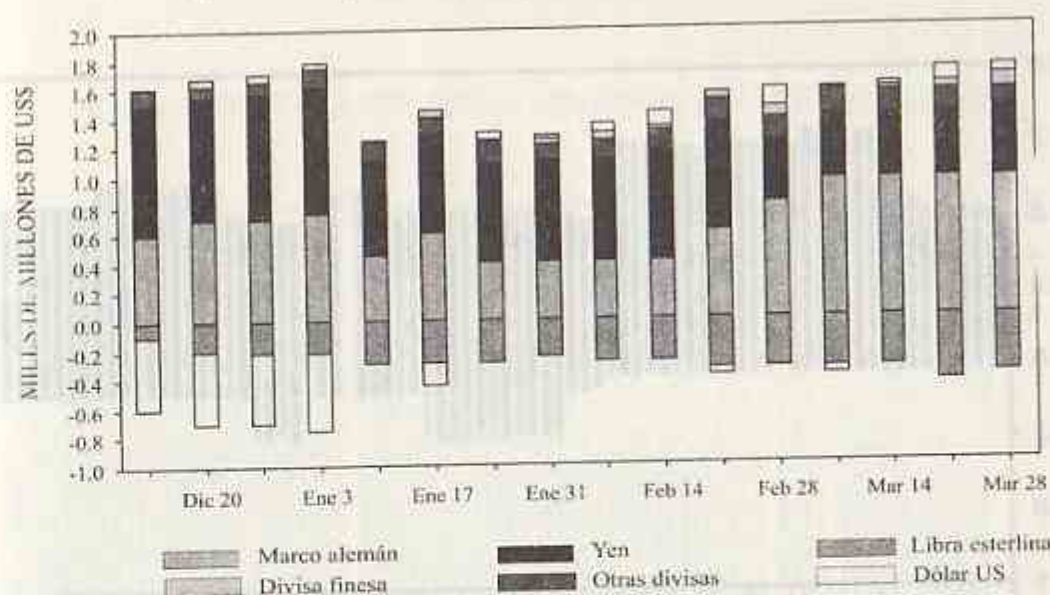
## PRECIOS DE LAS DIVISAS

Periodo de control: 9/12 1985 a 20/7 1986



## EXPOSICION NETA A LAS DIVISAS

(La línea representa el capital accionario del Fondo)

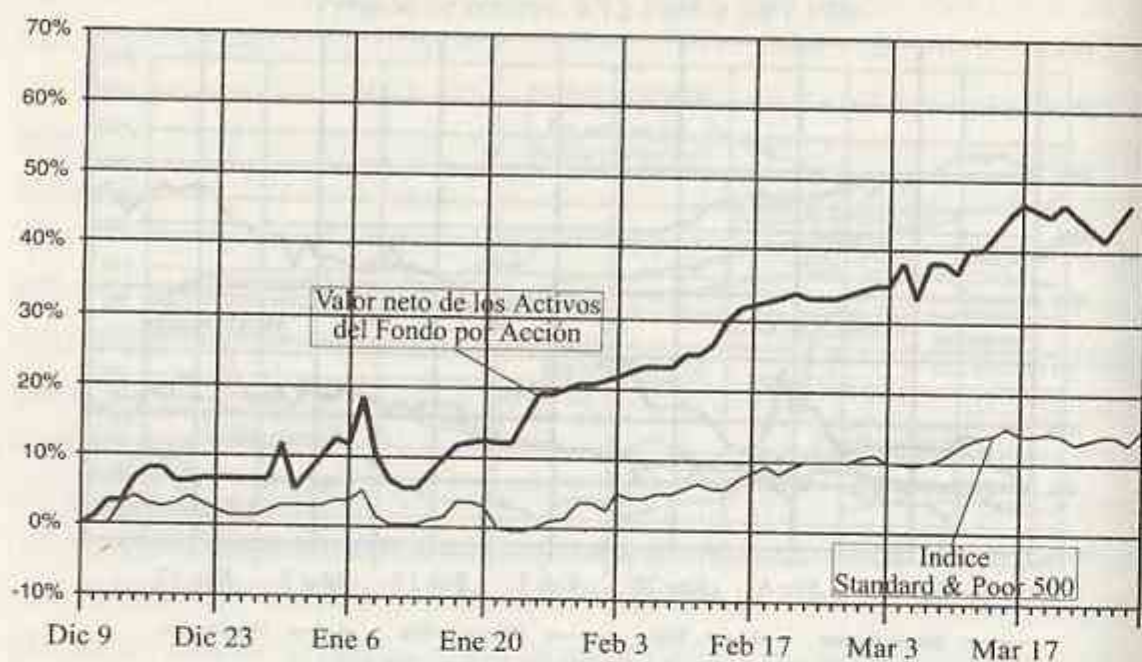


### Notas:

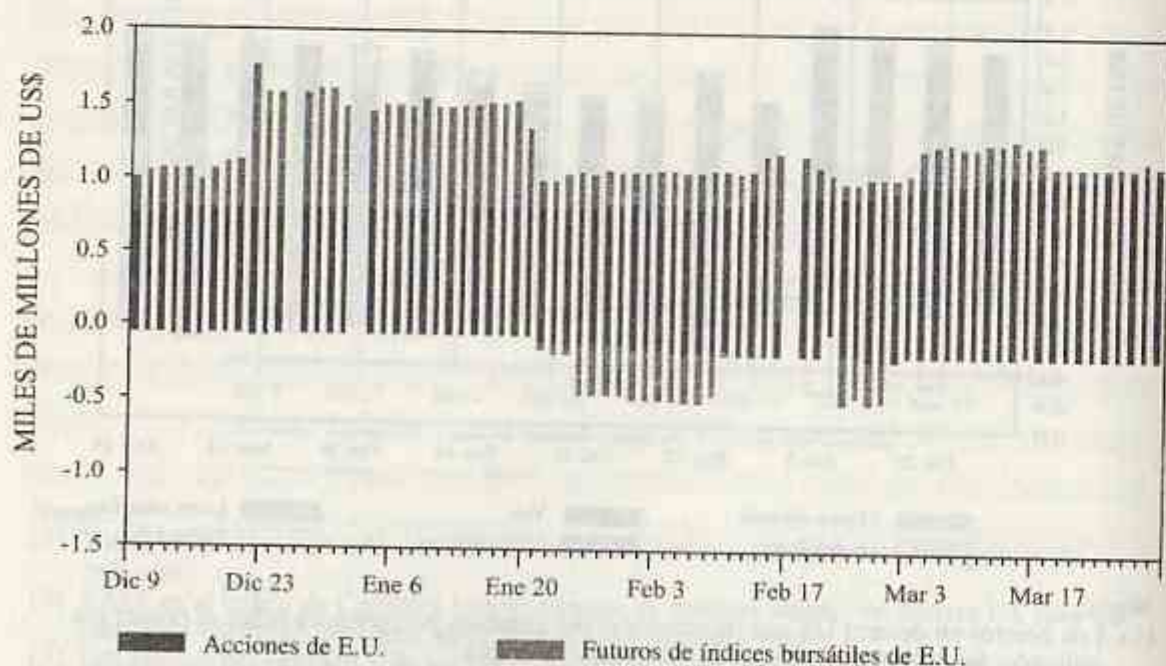
- (1) Los precios en dólares US son mostrados como cambios porcentuales sobre el primer día indicado. Se utilizan los precios de cierre de New York.
- (2) La exposición neta a las divisas incluye bonos, futuros, "forwards", efectivo y márgenes, y es igual al capital accionario total del Fondo. Una posición corta en dólares US indica el monto en que la exposición a las divisas supera el capital accionario del Fondo.
- (3) La exposición a las divisas corresponde al fin de semana.



MERCADO BURSÁTIL DE LOS E.U.  
Fase Uno: 9/12 1985 a 20/7 1986

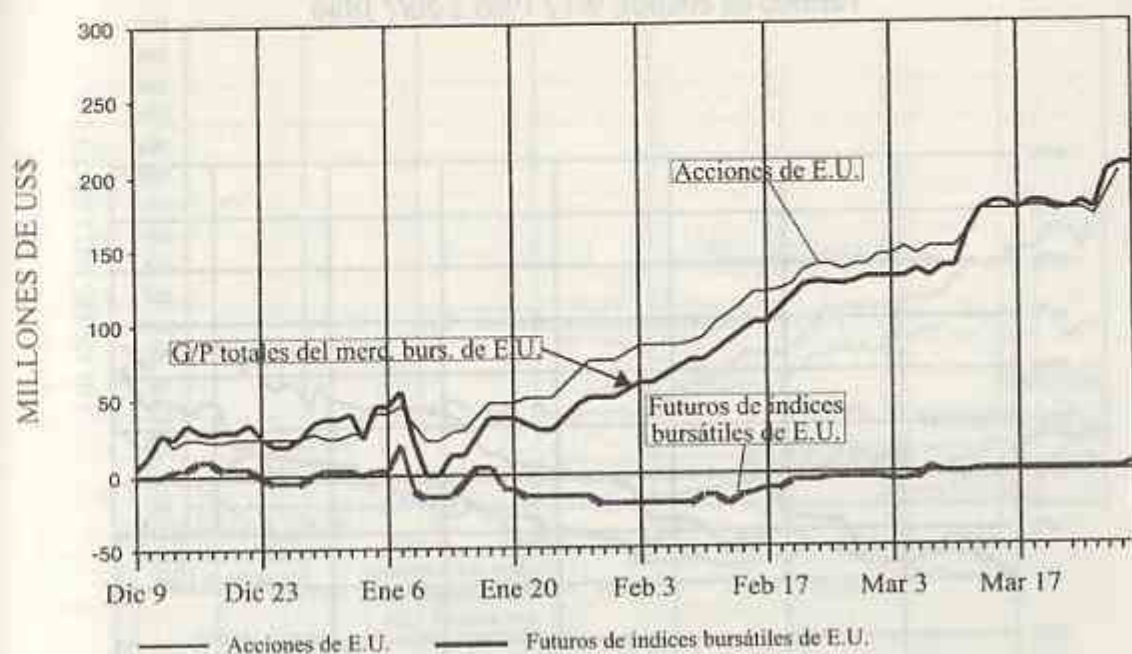


POSICIONES DE LA BOLSA DE E.U.





## GANANCIAS Y PERDIDAS DEL MERCADO BURSÁTIL DE E.U.



Notas:

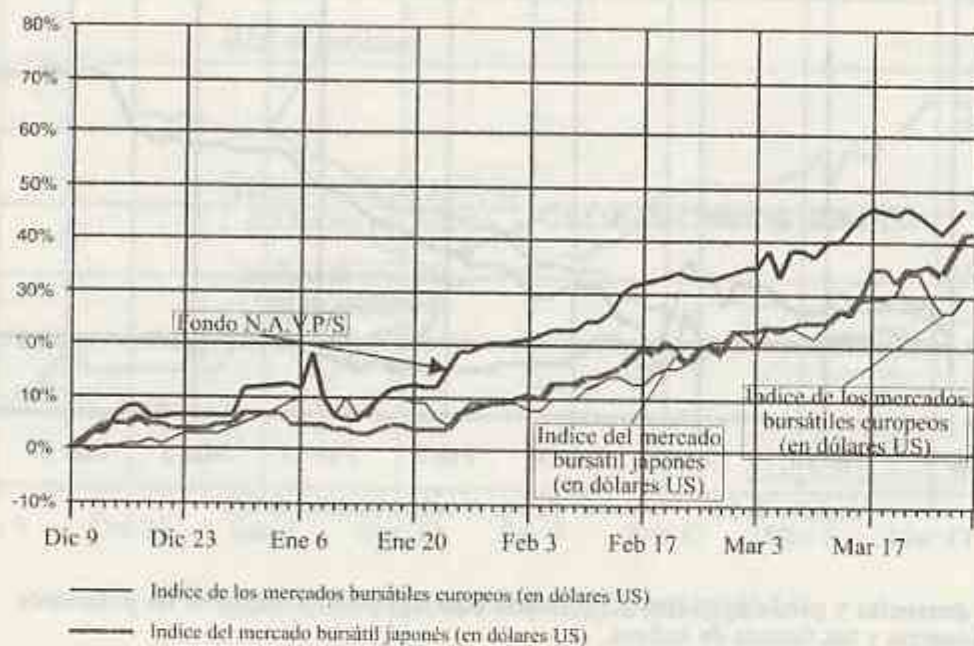
- (1) Las ganancias y pérdidas totales del mercado bursátil de E.U. incluyen las posiciones accionarias y los futuros de índices.





## MERCADOS BURSATILES EXTRANJEROS

Período de control: 9/12 1985 a 20/7 1986

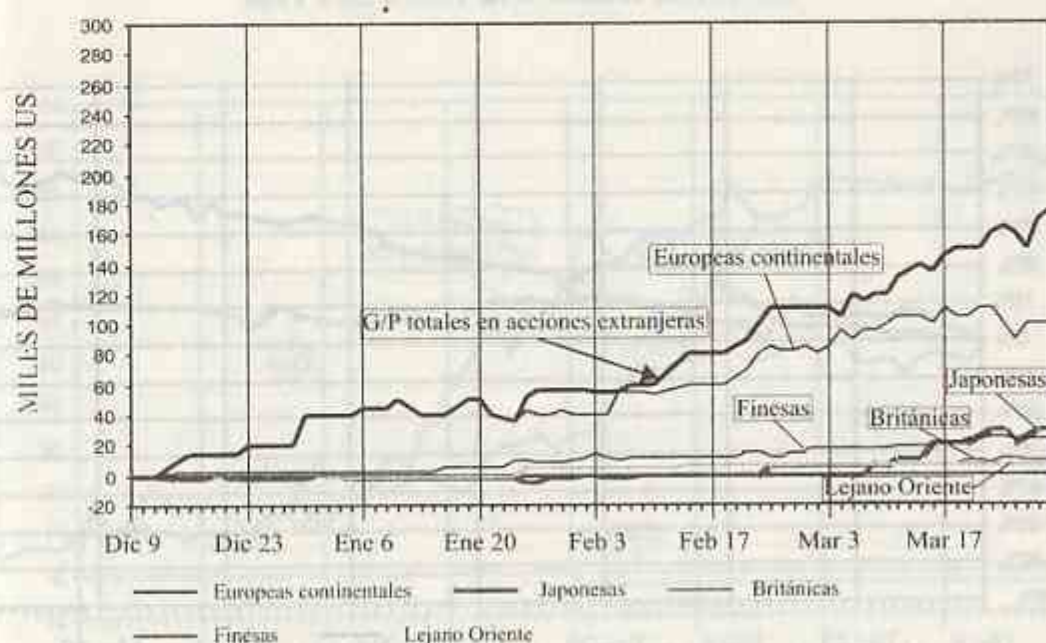


## POSICIONES DE LOS MERCADOS BURSATILES EXTRANJEROS



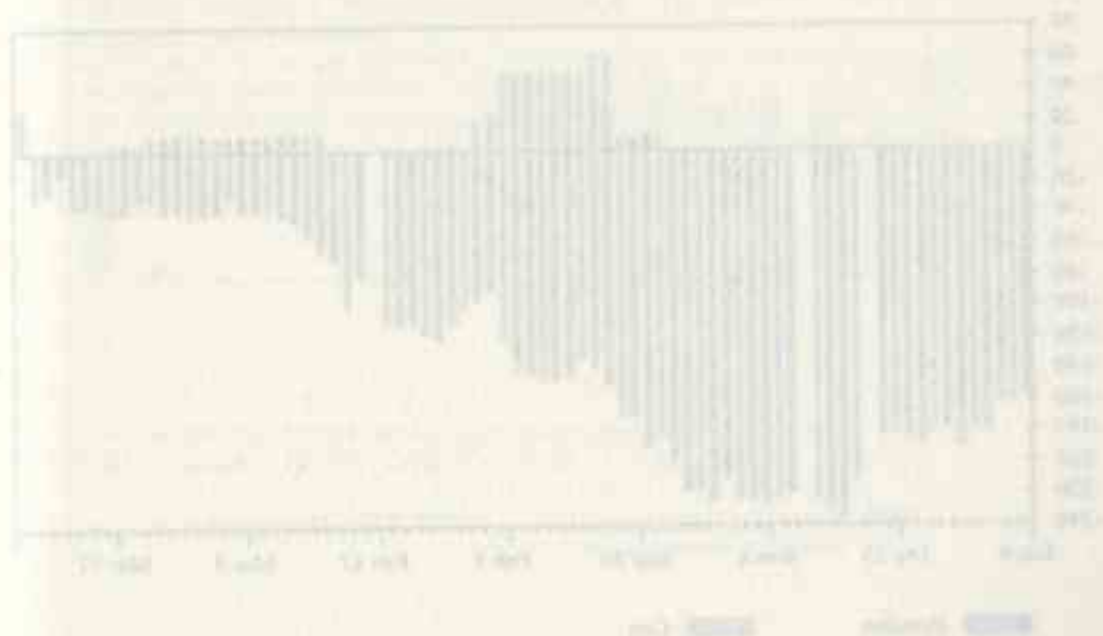


## G/P EN ACCIONES EXTRANJERAS



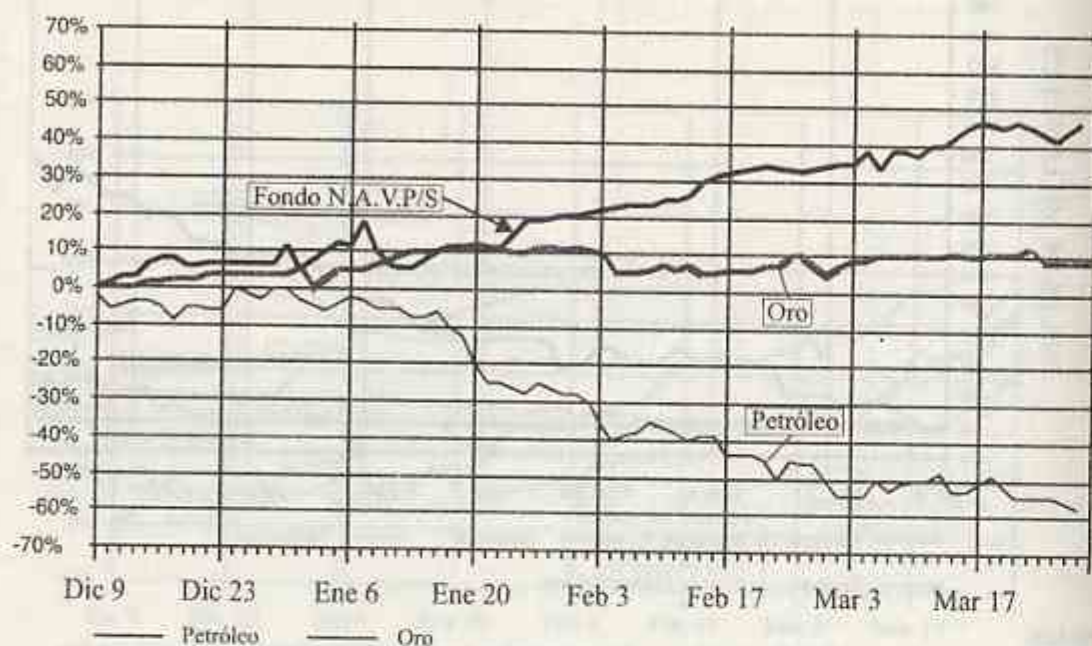
### Notas:

- (1) Las ganancias y pérdidas totales en los mercados accionarios extranjeros incluyen las ganancias o pérdidas en divisas sobre las posiciones en acciones extranjeras.
- (2) Para el Lejano Oriente, las posiciones incluyen Hong Kong, Taiwan, Australia y Tailandia.

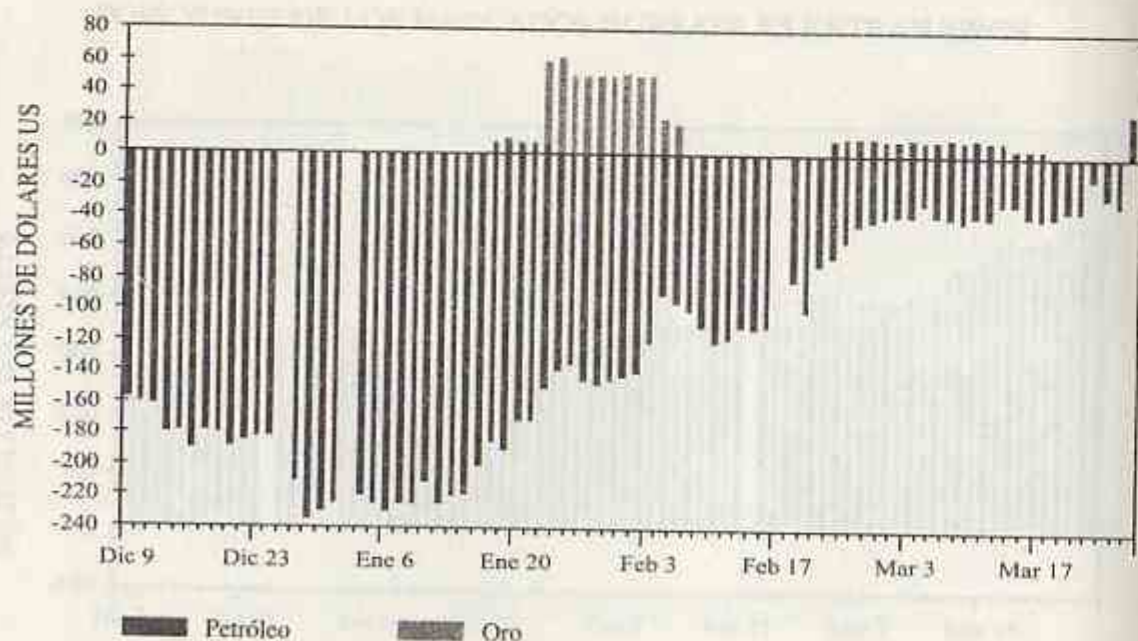




# PRECIO DE LAS COMMODITIES Periodo de control: 9/12 1985 a 20/7 1986

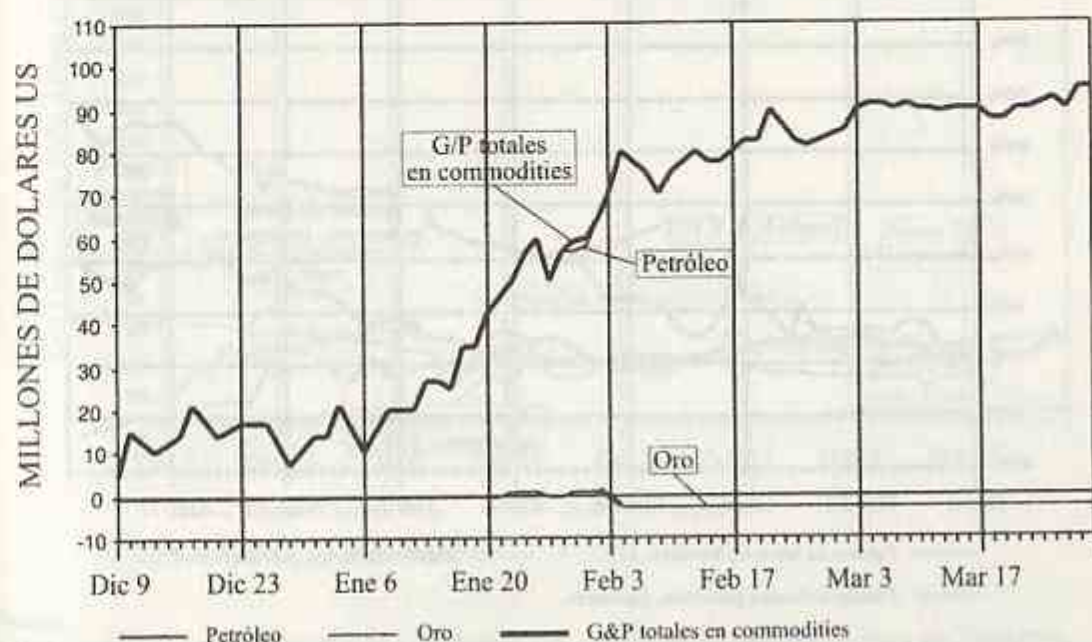


## POSICIONES EN COMMODITIES



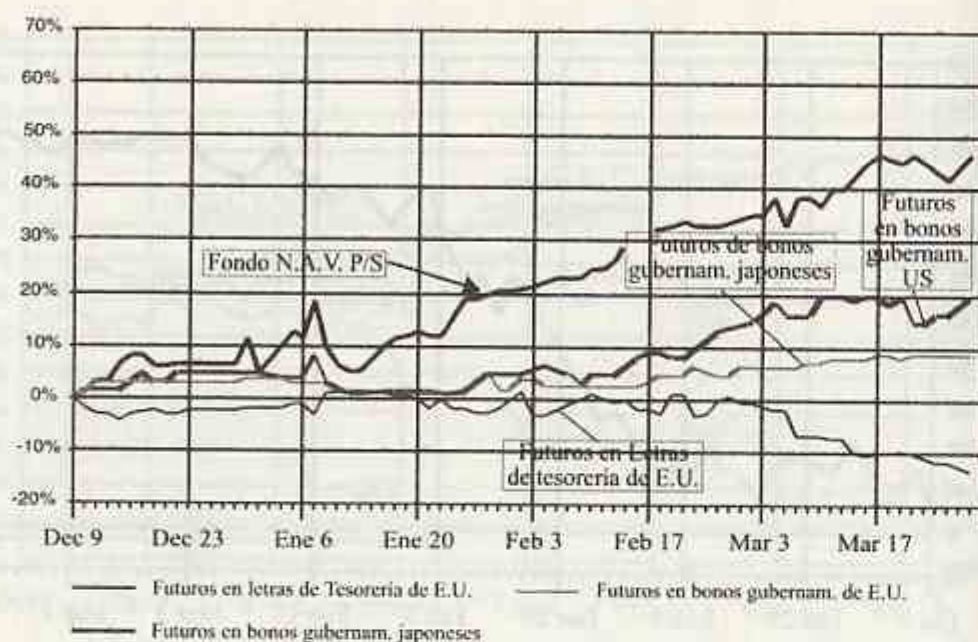


## GANANCIAS Y PERDIDAS EN COMMODITIES

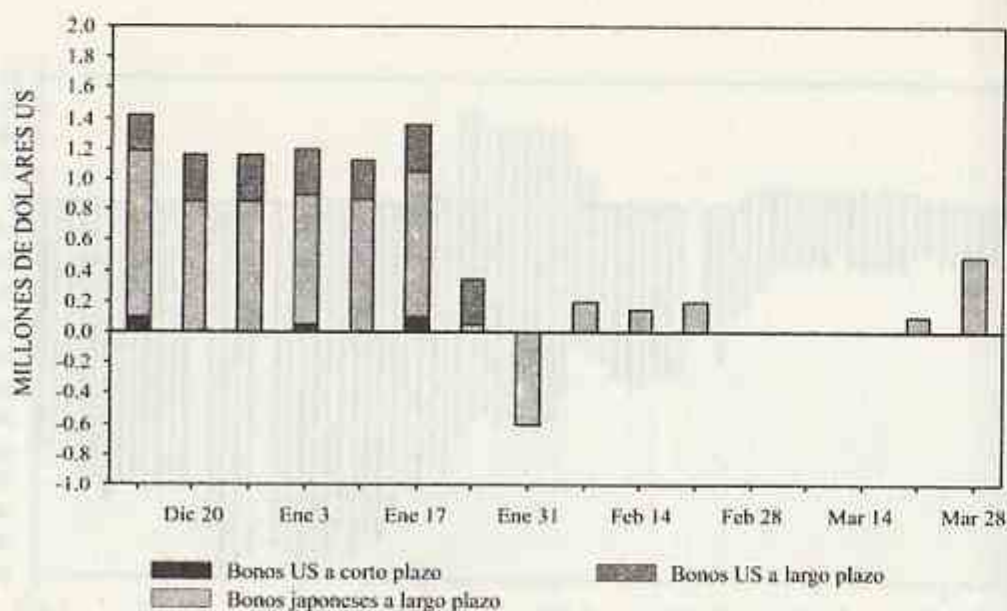




# TITULOS DE INGRESOS FIJOS Período de control: 9/12 1985 a 20/7 1986

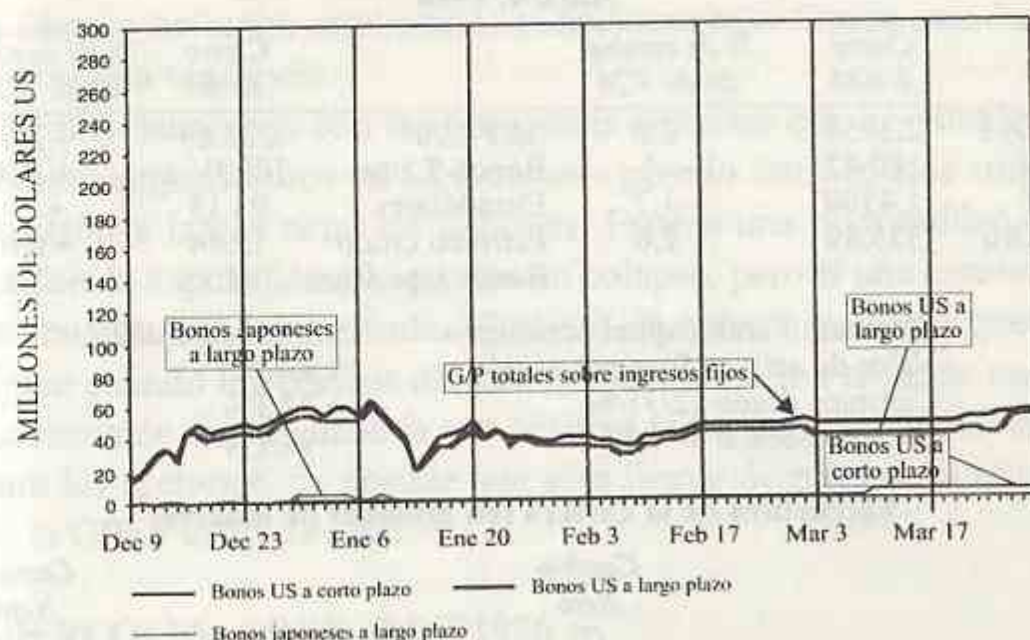


## POSICIONES EN TITULOS DE INGRESOS FIJOS





## G/P EN TITULOS DE INGRESOS FIJOS



### Notas:

- (1) Las posiciones y las G/P sobre los bonos US a corto plazo incluyen Letras de Tesorería, Futuros sobre Letras de Tesorería y eurodólares y billetes de Tesorería hasta con dos años de vencimiento.
- (2) Todos los bonos gubernamentales US han sido reducidos a un común denominador de Bonos Gubernam. a 30 años. La base de la conversión es el efecto sobre el precio de un cambio determinado en el rendimiento. Por ejemplo, \$ 100 millones en valor nominal de Billetes de Tesorería a 4 años son equivalentes a \$ 28,5 millones a valor de mercado de bonos gubernam. a 30 años.
- (3) Los futuros de los bonos gubernam. japoneses tienen una volatilidad considerablemente menor que los bonos gubernam. US. Por ejemplo, al 30 de junio de 1986, \$ 100 millones a valor nominal de bonos gubernam. japoneses tenían la misma volatilidad que aproximadamente \$ 66,2 en bonos gubernam. US A 30 años. NO hemos hecho el ajuste para esta diferencia.
- (4) Las posiciones son las indicadas para el fin de semana.



## El Experimento en tiempo real

**Abril 4, 1986**

	<i>Cierre 4/4/86</i>	<i>% de cambio desde 3/26</i>		<i>Cierre 4/4/86</i>	<i>% de cambio desde 3/26</i>
DM	2.3955	- 2.8	S&P 500	228.69	- 3.6
¥	180.42	- .4	Bonos-T USA	100 11/32	+ 1.9
£	1.4500	- 1.7	Eurodólares	93.13	+ .3
Oro	335.40	- 2.6	Petroleo crudo	12.74	+ 6.0
			Bonos japoneses	104.15	- 1.3

Quantum Fund: capital accionario	\$ 1,251,000,000
Valor de activos fijos por acción	\$ 8,421
Cambios desde 12/31/84	+ 24.3%
Cambios desde 8/16/85	+ 93.1%

**Estructura de la cartera (en millones de dólares)**

<i>Posiciones de Inversión (1)</i>			<i>Cambio Neto (2) desde 3/26</i>	<i>Exposición neta a las divisas (6)</i>			<i>Cambio Neto (2) desde 3/26</i>
	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>			<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	
Acciones				Relac. c/el DM	1,094		- 14
Acciones USA	1,171	(167)	- 98	Yen japonés	474		- 18
US Index				Libra esterlina		(380)	+ 9
Futures		(572)	- 696	Dólar USA	63		- 18
Acciones extranjeras	499		- 37	Otras divisas	50		- 13
Bonos (3)							
Gobierno USA							
Corto							
Plazo (4)							
Largo							
Plazo	652		+ 326				
Japoneses (5)							
Commodities							
Petróleo		(29)	- 1				
Oro							

junto, la economía parece más débil que lo indicado por las expectativas prevalecientes. Ese es el motivo por el cual no estoy dispuesto a reducir mis posiciones cortas en dólares. En realidad, me propongo aumentarlas, mediante una cobertura de mis posiciones cortas en libras esterlinas. Según parece, estiré en exceso mi bien-



venida. El diferencial de tasas de interés está atrayendo fondos hacia la libra, y no tengo argumentos suficientemente firmes para luchar contra esta tendencia.

Estoy satisfecho con las posiciones cruzadas que he establecido —bonos largos/futuros en S&P cortos— pero lo estoy menos con mis posiciones largas netas en acciones. Espero una oportunidad para reducir la exposición. No preveo un colapso, pero sí una corrección de magnitud indeterminada. El punto de entrada correcto quedará fijado cuando los precios del petróleo comiencen a bajar de nuevo. La reacción inicial debería ser positiva tanto para los bonos como para las acciones. Es posible que sólo llegue después de la reunión de la OPEP el 15 de abril.

#### MIÉRCOLES, ABRIL 9 DE 1986

El mercado anduvo a los bandazos en los dos últimos días, y así también me fue a mí. El lunes, el petróleo se recuperó agudamente, y se produjo una liquidación de bonos, acciones y divisas; el martes todos estos mercados se revirtieron. El movimiento del lunes me perjudicó en todos los frentes. Descubrí hasta qué punto mi cartera era sensible a los precios del petróleo; también descubrí que en esas circunstancias había más posibilidades de *leverage* de lo que yo pensaba. Había descuidado mis posiciones cruzadas entre el marco alemán y la libra, que se volvieron contra mí, con un castigo adicional.

Para cuantificarlo, bajé friamente \$ 100 millones desde el comienzo de la corrección, a pesar de mi cobertura en futuros de S&P, lo cual me permitió salvar unos \$ 20 millones.

El lunes reduje a la mitad, simultáneamente, mi exposición en DM/£ y mis posiciones cortas en petróleo, y cubrí el 40% de mis posiciones cortas en S&P; el martes cubrí el resto de estas últimas posiciones, y fui a la caza de algún negocio en acciones. El efecto neto consistió en aumentar mi exposición en acciones y bonos, al mismo tiempo que la reducía en divisas y petróleo.



## El Experimento en tiempo real

**Abril 8, 1986**

	<i>Cierre 4/4/86</i>	<i>% de cambio desde 3/26</i>		<i>Cierre 4/4/86</i>	<i>% de cambio desde 3/26</i>
DM	2.3325	+ 2.6	S&P 500	242.38	+ 6.0
¥	179.80	+ .3	Bonos-T USA	101 <sup>31/32</sup>	+ 1.6
£	1.4650	+ 10	Eurodólares	93.30	+ .2
Oro	340.00	+ 1.4	Petróleo crudo	12.47	- 2.1
			Bonos japoneses	103.58	- .5
Quantum Fund: capital accionario				\$ 1,290,000,000	
Valor de activos fijos por acción				\$ 8,684	
Cambios desde 12/31/84				+ 3.1%	
Cambios desde 8/16/85				+ 99.1%	

### **Estructura de la cartera (en millones de dólares)**

<i>Posiciones de Inversión (1)</i>			<i>Cambio Neto (2) desde</i>	<i>Exposición neta a las divisas (6)</i>			<i>Cambio Neto (2) desde</i>
	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>4/4</i>		<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>4/4</i>
Acciones				Relac. c/el DM	810		- 284
Acciones USA	1,231	(169)	+ 58	Yen japonés	504		+ 30
US Index				Libra esterlina		(177)	+ 203
Futures			+ 572	Dólar USA	153		+ 90
Acciones extranjeras	578		+ 79	Otras divisas	57		+ 7
Bonos (3)							
Gobierno USA							
Corto							
plazo (4)							
Largo							
plazo	656		+ 4				
Japoneses (5)							
Commodities							
Petróleo		(12)	+ 17				
Oro							

Con la información que recibí el lunes por la mañana, modifiqué mis enfoques a corto plazo sobre el petróleo. Me llamaron la atención dos señales positivas: la posibilidad de que este verano los conductores de vehículos usen más nafta, especialmente teniendo en cuenta el impacto del terrorismo sobre los viajes aéreos al exterior,



y la probabilidad de que las empresas petrolíferas reduzcan su producción en el Mar del Norte para realizar prolongadas tareas de mantenimiento, porque pueden ganar casi otro tanto a través de sus acuerdos de reintegros netos con Arabia Saudita. Por ende, hay margen para una recuperación de las transacciones antes de la reunión de la OPEP la semana próxima. Al comprar el tipo Brent, estoy estableciendo una posición cruzada de Brent versus West Texas (producción local). Con la perspectiva de una reducción de los derechos de importación, esta movida tiene sentido para mí.

Carezco de opiniones específicas sobre la libra. Ahora esta divisa está reaccionando frente al favorable diferencial en las tasas de interés, antes que en relación con el precio del petróleo. A medida que se fortalezca, el diferencial de tasas de interés se reducirá, pues el gobierno no puede permitir que la libra esterlina se revalúe. Esta circunstancia limita el potencial de alza para la esterlina, pero eso no es una buena razón para quedar en posiciones cortas. La verdad lisa y llana es que descuidé la situación, y no atiné a concretar mis ganancias; ahora debo desengancharme sin realizarlas. Liquidé inmediatamente la mitad de mi posición, y esperé precios más favorables para tratar de hacer lo mismo con el resto. En los hechos, el martes la tasa de interés inglesa fue recortada en un  $\frac{1}{2}\%$ , desencadenando una recuperación de las acciones y los bonos estadounidenses.

Los mercados de acciones y de bonos reaccionaron en forma negativa ante la suba de los precios del petróleo, pero eso hizo que yo asumiera una actitud más alcista. En mi opinión, el peligro real consiste en una nueva caída. Considero la baja como una corrección saludable en un mercado alcista, así como una oportunidad de compra que decidí explotar, dentro de los límites de la prudencia. Ahora estoy plenamente extendido.

Según parece, la estratagema funciona. Ahora se está reconociendo la debilidad subyacente de la economía, y las mentes están convergiendo hacia otras reducciones coordinadas de la tasa de interés. La expectativa es suficientemente fuerte para eclipsar la pre-



ocupación con respecto a Libia, aunque la represalia de los Estados Unidos es casi inevitable.

Después de un período de gran actividad, espero poder detenerme de nuevo. Quiero reducir el *leverage*, pero no demasiado pronto. Me gustaría dejar correr las ganancias durante un cierto tiempo.

#### MIÉRCOLES, MAYO 21 DE 1986

Permanecí bastante inactivo en abril, y lo poco que hice sirvió para reducir mi exposición. Vendí una pequeña cantidad de acciones, una cantidad mayor de divisas, y casi la totalidad de mis posiciones en bonos. A comienzos de mayo, mi actividad aumentó. Hice una incursión en el terreno de los bonos en el momento de los reembolsos trimestrales, que pareció prometedora al comienzo, pero se echó a perder después. Pronto me encontré perdiendo, pero como los bonos siguieron cayendo comencé a acumular nuevamente una posición.

Por otra parte, tomé una significativa posición corta en futuros de la lista de S&P, de tal modo que ahora tengo una exposición levemente negativa en acciones, que equilibra más o menos mi exposición positiva en bonos. He construido también una posición corta en petróleo en un mercado en ascenso, que actualmente muestra pérdidas. En síntesis, mi actividad en estas transacciones me costó algún dinero, pero me ha colocado en una situación en la cual me siento cómodo. Mi objetivo consiste en limitar mis pérdidas, antes que en hacer mucho dinero.

Las perspectivas del dólar son del todo inciertas: una posición mitad y mitad parece lo más seguro. La declinación del dólar ha ido más allá de lo que se proponían las autoridades; existe asimismo un nivel de desacuerdo entre las potencias principales que supera lo que a mí me gustaría. Además, la Reserva Federal, que todavía se desplaza lentamente bajo la influencia del monetarismo, prevé que la economía se reactivará en la segunda parte del año. Todo esto contribuye a reducir la probabilidad de nuevas reducciones de la tasa de interés.



Abril 4, 1986							
	Cierre 4/4/86	% de cambio desde 3/26		Cierre 4/4/86	% de cambio desde 3/26		
DM	2.3100	+ 1.0	S&P 500	236.11	- 2.6		
¥	168.18	+ 6.5	Bonos-T USA	99 <sup>05</sup> / <sub>32</sub>	- 5.7		
£	1.5215	+ 3.9	Eurodólares	92.96	- .4		
Oro	339.00	- .3	Petróleo crudo	16.04	+ 28.6		
			Bonos japoneses	102.42	- 1.1		
Quantum Fund: capital accionario				\$ 1,367,000,000			
Valor de activos fijos por acción				\$ 9,202			
Cambio desde 12/31/84				+ 6.0%			
Cambio desde 8/16/85				+ 111.0%			
Estructura de la cartera (en millones de dólares)							
Posiciones de Inversión (1)	Largo	Corto	Cambio Neto (2) desde 4/8	Exposición neta a las divisas (6)	Largo	Corto	Cambio Neto (2) desde 4/8
Acciones				Relac. con el DM	485		- 325
Acciones USA	1,208	(58)	88	Yen japonés	159		- 345
US Index				Libra esterlina		(21)	+ 156
Futures		(770)	- 770	Dólar USA	744		+ 591
Acciones extranjeras	573		- 5	Otras divisas	148		+ 91
Bonos (3)							
Gobierno USA							
Corto							
plazo (4)							
Largo							
plazo	313		- 343				
Japoneses (5)							
Commodities							
Petróleo		(75)	- 63				
Oro		(29)	- 29				

LUNES, JULIO 21 DE 1986: FIN DEL PERIODO DE CONTROL

He realizado mi primer cambio estratégico principal desde el fin del experimento en tiempo real. Sin abandonar la tesis de que estamos en el mayor mercado alcista de toda una vida, he adoptado una



## El Experimento en tiempo real

**Julio 21, 1986**

	<i>Cierre</i> 7/21/86	<i>% de cambio</i> <i>desde 5/20</i>		<i>Cierre</i> 7/21/86	<i>% de cambio</i> <i>desde 5/20</i>
DM	2.1195	+ 8.2	S&P 500	236.22	0
¥	179.65	- 6.8	Bonos-T USA	99 31/32	+ 4.0
£	1.4995	- 1.4	Eurodólares	93.64	+ .7
Oro	355.00	+ 4.7	Petróleo crudo	13.09	- 18.4
			Bonos japoneses	103.32	+ .9
Quantum Fund: capital accionario				\$ 1,478,000,000	
Valor de activos fijos por acción				\$ 9,885	
Cambio desde 12/31/84				+ 7.4%	
Cambio desde 8/16/85				+ 126.7%	

### Estructura de la cartera (en millones de dólares)

<i>Posiciones de</i> <i>Inversión (1)</i>			<i>Cambio</i> <i>Neto</i> <i>(2)</i> <i>desde</i> <i>5/20</i>	<i>Exposición neta</i> <i>a las divisas (6)</i>			<i>Cambio</i> <i>Neto</i> <i>(2)</i> <i>desde</i> <i>5/20</i>
	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>			<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	
Acciones				Relac. con el DM	795		+ 310
Acciones USA	1,089	(86)	- 147	Yen japonés	549		+ 390
US Index				Libra esterlina		(25)	- 4
Futures		(950)	- 180	Dólar USA	159		- 585
Acciones				Otras divisas	202		+ 54
extranjeras	604		+ 31				
Bonos (3)							
Gobierno USA							
Corto							
plazo (4)	29		+ 29				
Largo							
plazo		(570)	- 883				
Japoneses (5)	1,334		+ 1,334				
Commodities							
Petróleo		(43)	+ 32				
Oro		(34)	- 5				

nueva tesis. A saber, que el mercado alcista puede ser detenido en seco por una oleada deflacionaria, generada por el colapso de los precios del petróleo. La segunda hipótesis será puesta a prueba en los próximos meses; si sobrevivimos a la prueba, el mayor mercado alcista de toda una vida quedará a salvo. De hecho, su duración se



extenderá. Por ende, en el cercano futuro operaré sobre la base de dos tesis contradictorias. Es un tema adecuado para realizar otro experimento en tiempo real; por consiguiente, daré por terminado en este punto el período de control.

He hecho muy pocas operaciones al margen de mi cartera desde el último informe. Mi movimiento principal se realizó en divisas, y fue costoso. Primero cubrí todas mis posiciones cortas en dólares, y luego restablecí posiciones totalmente cubiertas a niveles inferiores. Este primer movimiento fue provocado por algunos signos de que la economía de los Estados Unidos podía estar fortaleciéndose: los indicadores de avance y el informe de los agentes de compras fueron engañosamente firmes. Carecía de opiniones claras sobre las divisas, y no me gustaba la idea de perder mis ganancias acumuladas. Pensé que con un fondo denominado en dólares, permanecer en esas divisas puede resultar neutro tan fácilmente como estar la mitad adentro y la mitad afuera. Es innecesario decir que me cubrí cerca del techo de la gama de transacciones.

Pero resulta muy difícil mantener una posición neutra en un mercado de divisas que fluctúa. Los participantes en el mercado deben realizar una opción existencial, y si no tienen puntos de vista claros son propensos a elegir la alternativa errónea. Desde luego, se puede neutralizar la propia posición comprando opciones en divisas, pero en ese caso se debe pagar un costo apreciable para mantener la neutralidad.

En los últimos meses del período de control no estuve tan en contacto con los mercados como durante el propio período del experimento. Trabajaba en las partes más teóricas de este libro, y pasé los meses de mayo y junio en Europa. Los movimientos macro que realicé durante el período de control lo reflejaron: agregaron muy poco a los resultados globales; si tomo en consideración las operaciones en divisas, la contribución neta fue negativa. Como lo indica una tabla que se podrá apreciar luego, el grueso de las ganancias provino del sector de las acciones.

Examinar en detalle la composición de la cartera de acciones nos



llevaría demasiado lejos, pero vale la pena señalar que por lo menos dos temas principales en materia de inversiones, uno relacionado con las acciones finlandesas y el otro con las acciones inmobiliarias y ferroviarias japonesas, están estrechamente relacionados con el mayor mercado alcista de toda una vida. El tema inmobiliario se extiende también a Hong Kong. Tomadas en su conjunto, estas inversiones dan cuenta de más de las dos terceras partes de mis posiciones accionarias fuera de los Estados Unidos, y del 40% de todas las que están en acciones.

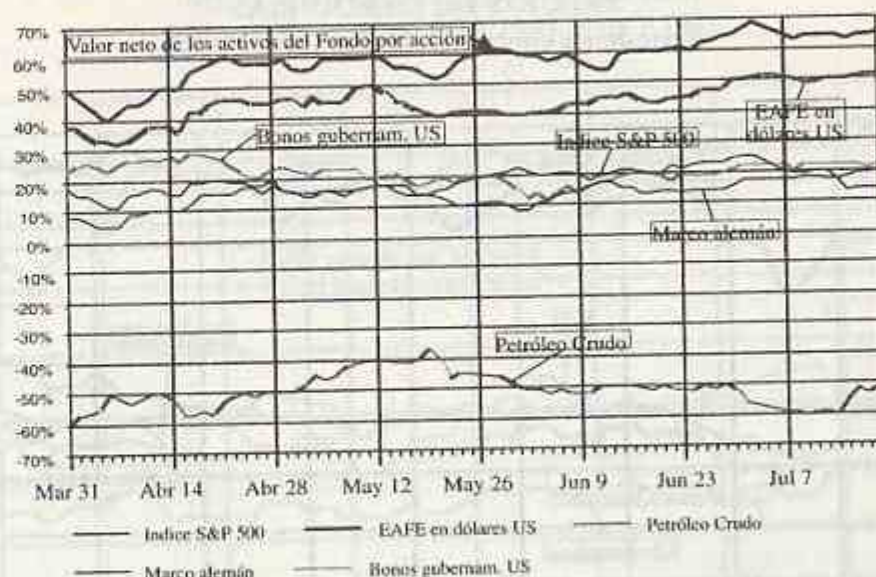
Establecer si el mencionado mayor mercado alcista de toda una vida sobrevivirá en los próximos meses será el tema de un nuevo experimento; cualquiera sea su resultado, la tesis en cuestión me ha sido de gran utilidad para administrar mi fondo hasta ahora. Espero que el hecho de reabrir el experimento contribuirá a enfocar mi mente en la misma forma en que lo hice la última vez.

**Ganancias y pérdidas  
del Quantum Fund  
Primera mitad de 1986  
(en millones de dólares)**

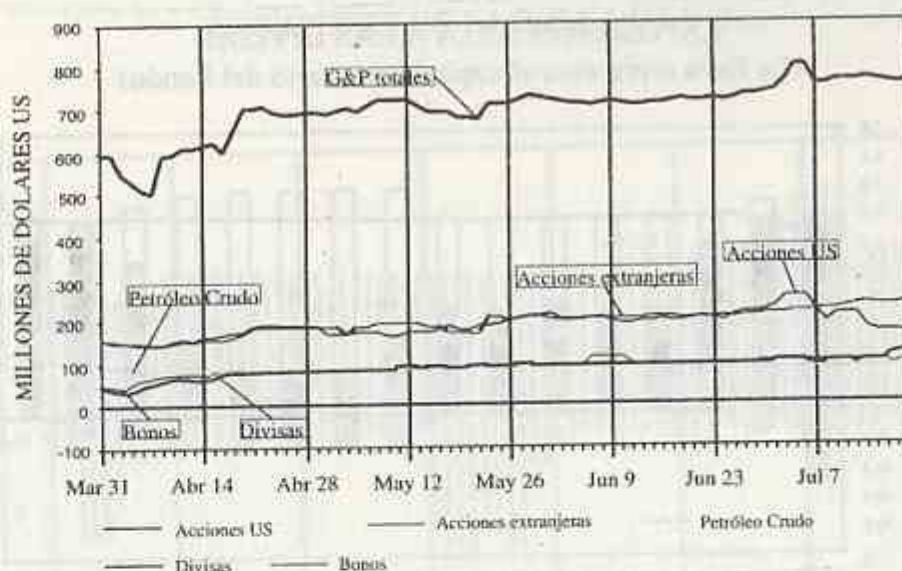
Acciones	+ 341.2
Bonos	+ 22.3
Divisas	+ 53.3
Petróleo	+ 82.0
Oro	- 2.2
Varios	- 16.8
Total	+ 479.8



# VALOR NETO DE LOS ACTIVOS DEL FONDO RELATIVO AL MERCADO Período de control: 9/12 1985 a 20/7 1986



## GANANCIAS Y PERDIDAS DEL FONDO (Desglose según las posiciones principales)



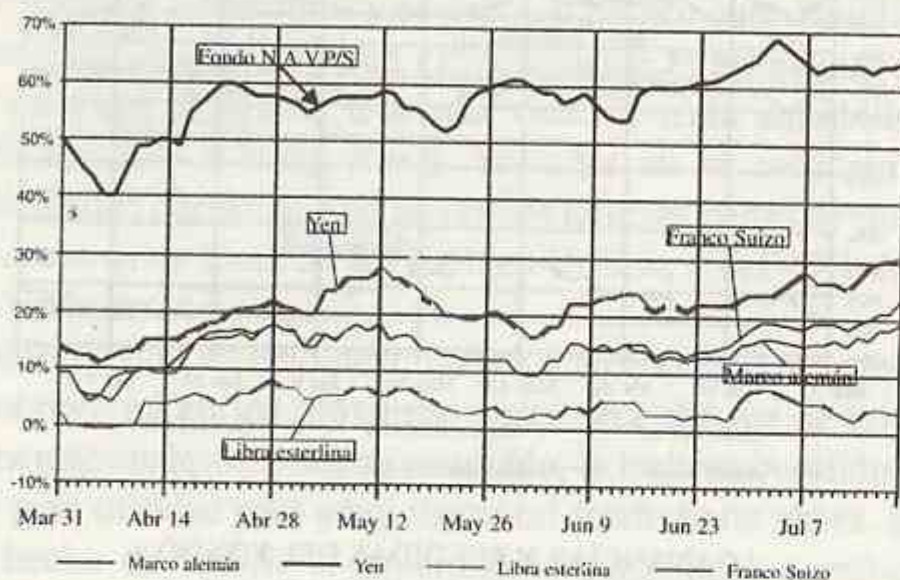
### Notas:

- (1) Todos los precios han sido calculados como cambios porcentuales sobre el primer día indicado.
- (2) EAFE es el Índice de Capitales Internacionales de Morgan Stanley en dólares US para los mercados bursátiles europeos, australianos y del Lejano Oriente.
- (3) Los precios del petróleo y de los bonos gubernam. son los precios de cierre de los más cercanos contratos de futuros.
- (4) Las ganancias y pérdidas sobre divisas incluyen sólo los contratos "forward" y de futuros. Las G&P sobre las acciones extranjeras incluyen las ganancias o pérdidas en divisas sobre las posiciones.



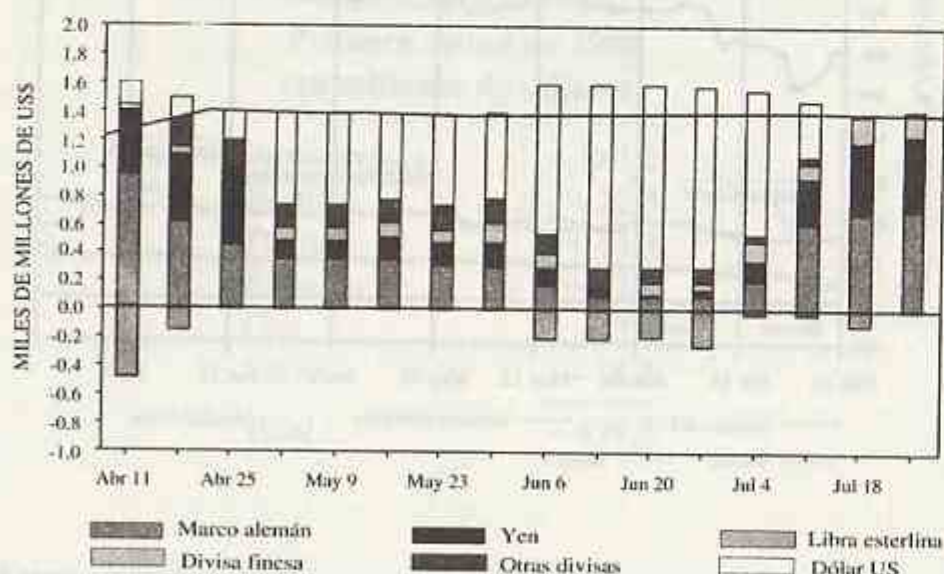
## PRECIOS DE LAS DIVISAS

Período de control: 9/12 1985 a 20/7 1896



## EXPOSICION NETA A LAS DIVISAS

(La línea representa el capital accionario del Fondo)

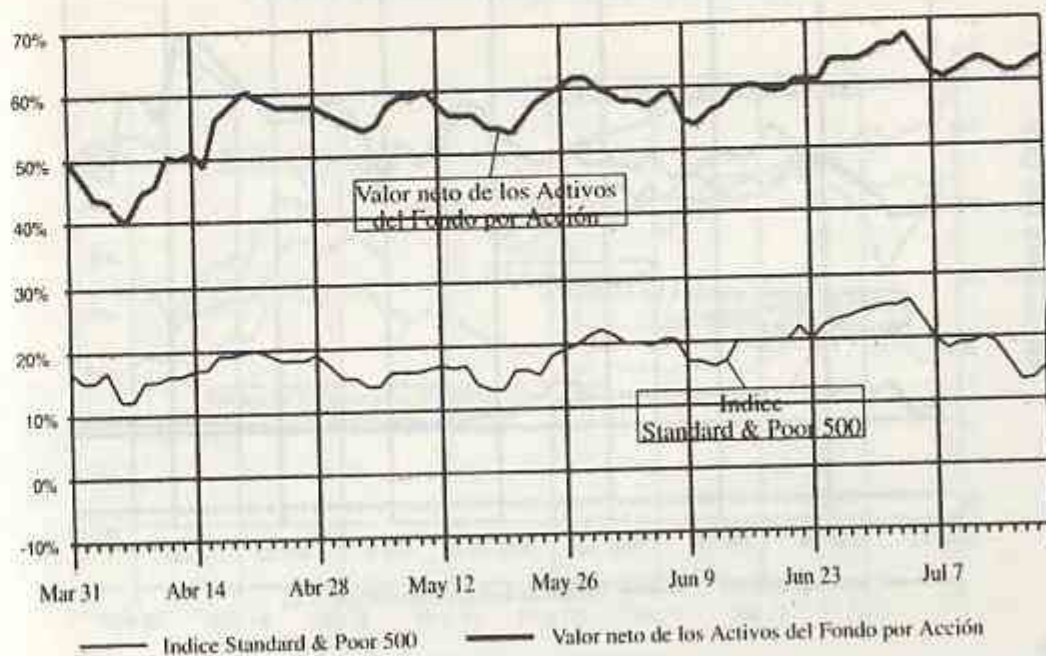


### Notas

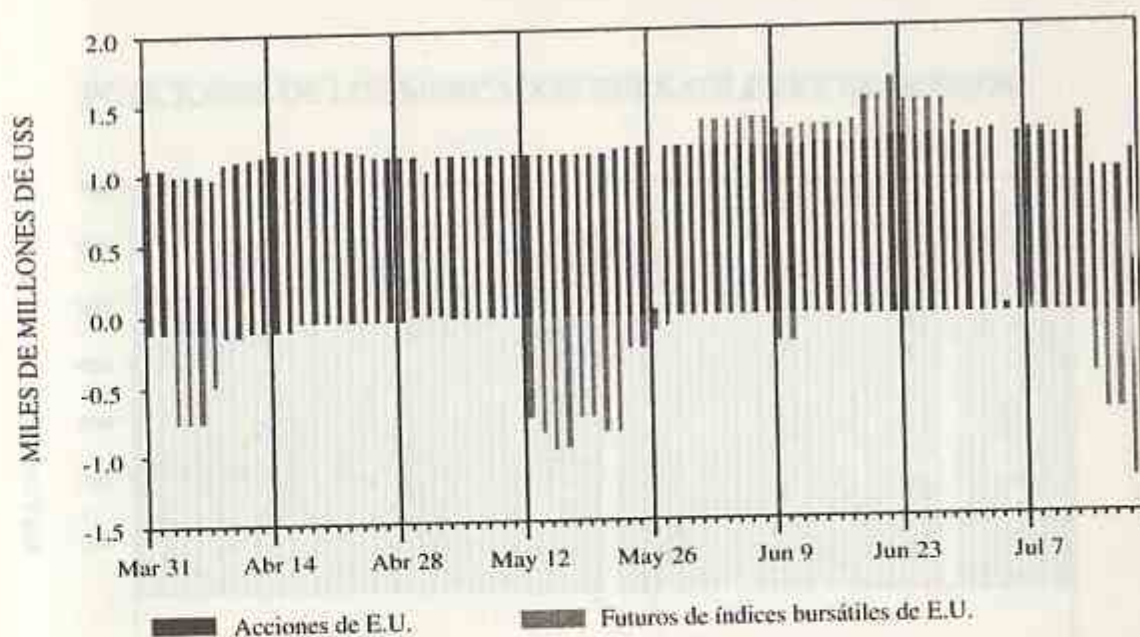
- (1) Los precios en dólares US son mostrados como cambios porcentuales sobre el primer día indicado. Se utilizan los precios de cierre de New York.
- (2) La exposición neta a las divisas incluye bonos, futuros, "forwards", efectivo y márgenes, y es igual al capital accionario total del Fondo. Una posición corta en dólares US indica el monto en que la exposición a las divisas supera el capital accionario del Fondo.
- (3) La exposición a las divisas corresponde al fin de semana.



# MERCADO BURSÁTIL DE LOS E.U. Período de control: 9/12 1985 a 20/7 1986

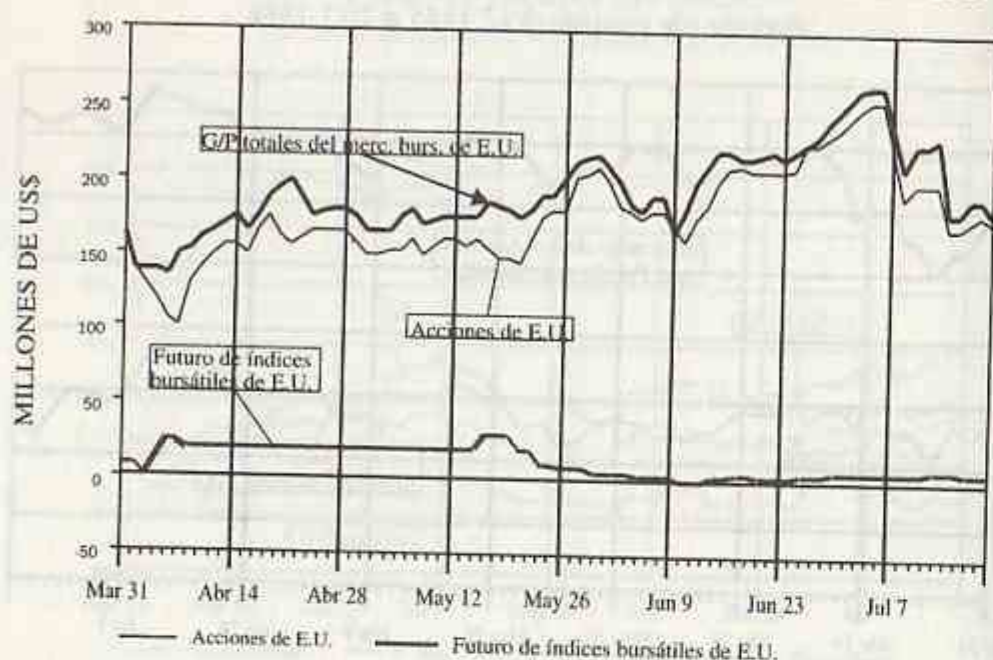


## POSICIONES DE LA BOLSA DE E.U.





# GANANCIAS Y PERDIDAS DEL MERCADO BURSÁTIL DE E.U.



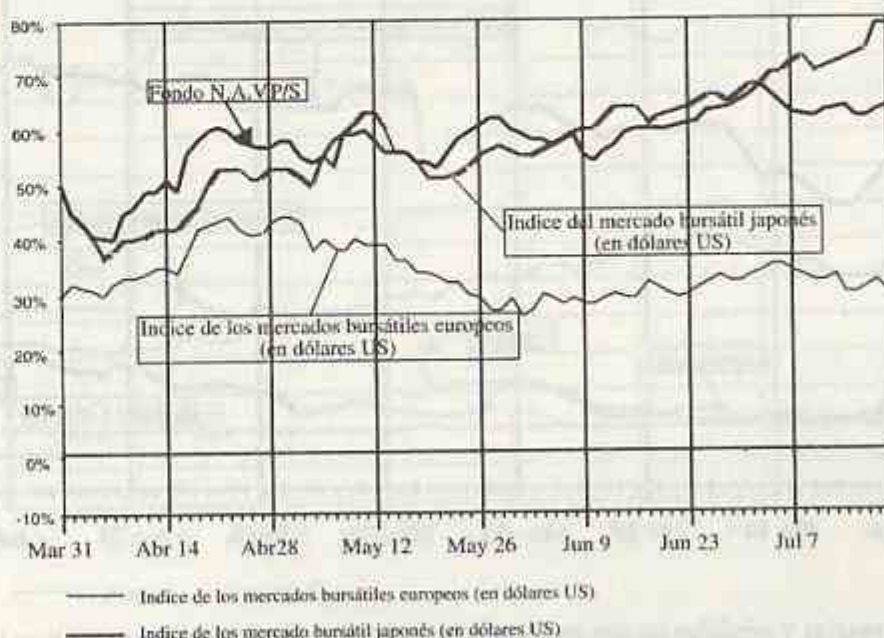
## Notas:

- (1) Las ganancias y pérdidas totales del mercado bursátil de E.U. incluyen las posiciones accionarias y los futuros de índices.

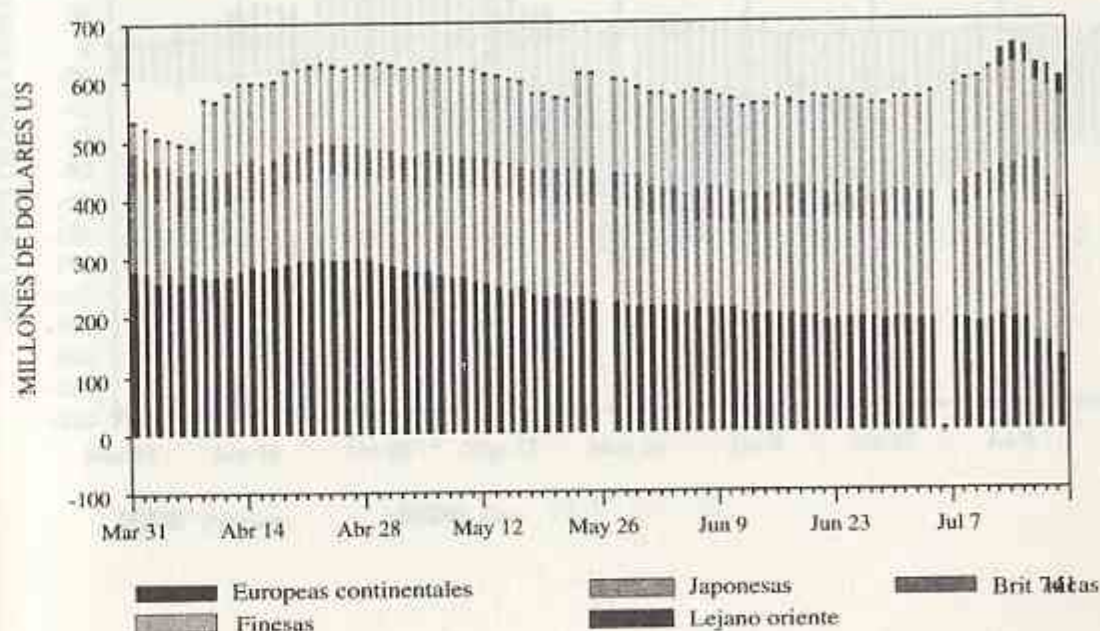


## MERCADOS BURSATILES EXTRANJEROS

Período de control: 9/12 1985 a 20/7 1986

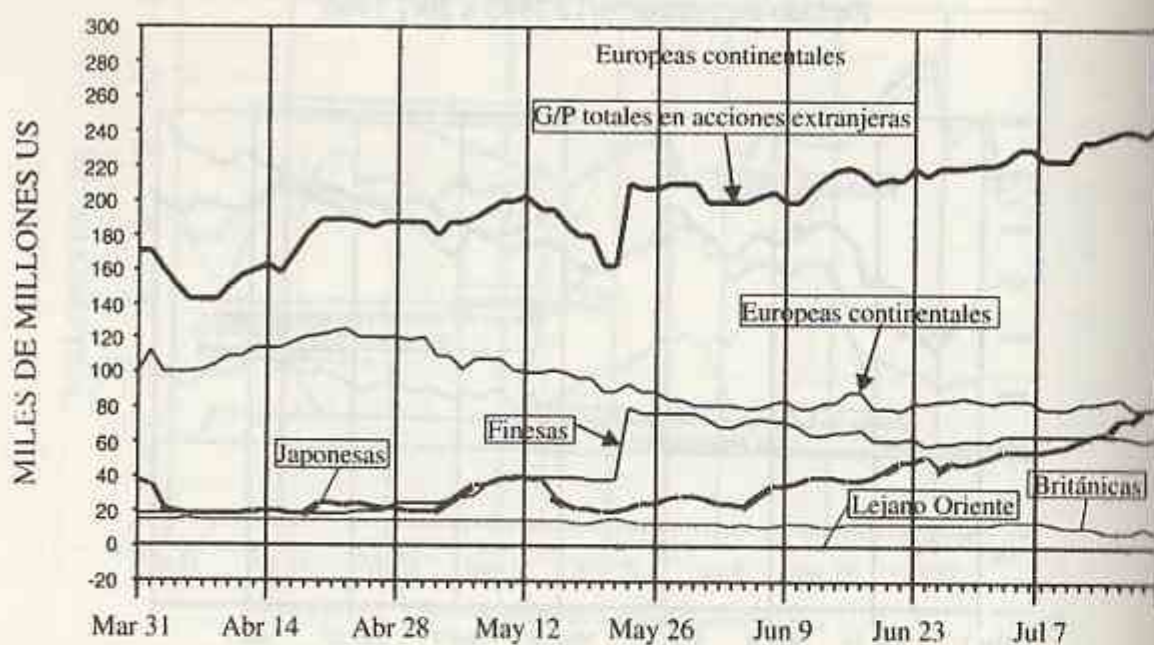


## POSICIONES DE LOS MERCADOS BURSATILES EXTRANJEROS





## G/P EN ACCIONES EXTRANJERAS



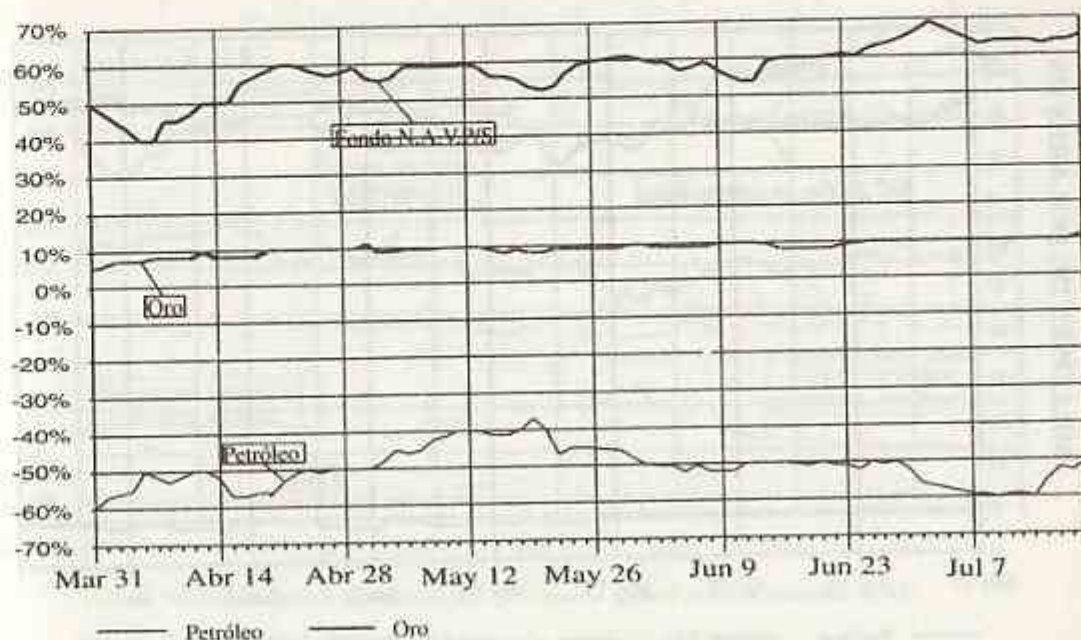
### Notas:

- (1) Las ganancias y pérdidas totales en los mercados accionarios extranjeros incluyen las ganancias o pérdidas en divisas sobre las posiciones en acciones extranjeras.
- (2) Para el Lejano Oriente, las posiciones incluyen Hong Kong, Taiwan, Australia y Tailandia.

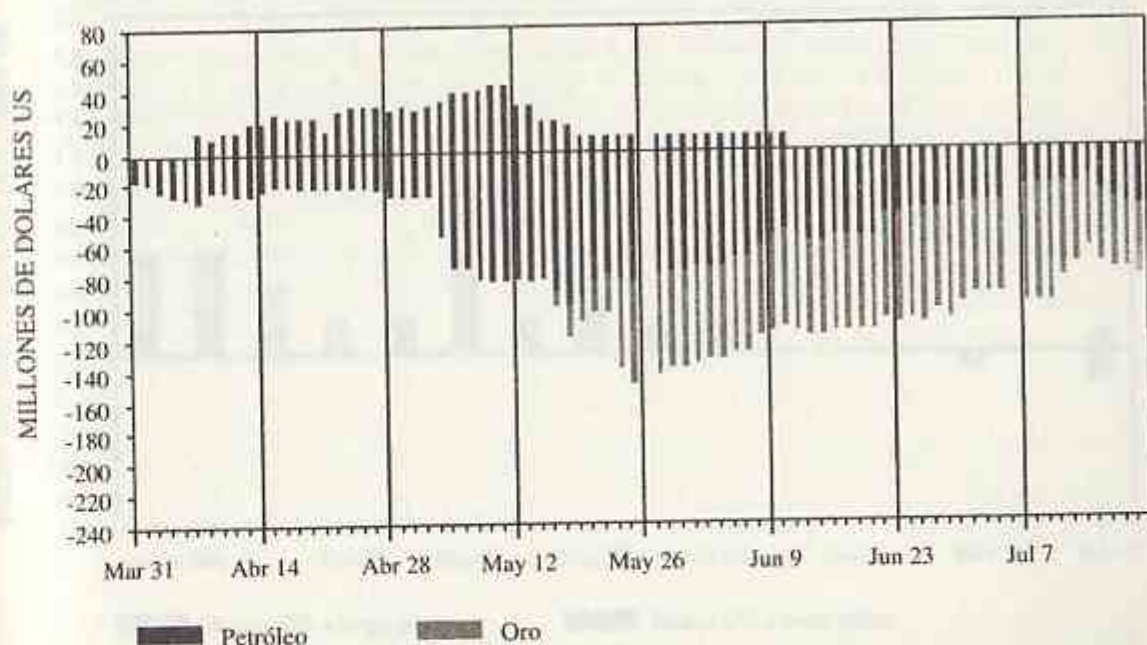




# PRECIO DE LAS COMMODITIES Periodo de control: 9/12 1985 a 20/7 1986

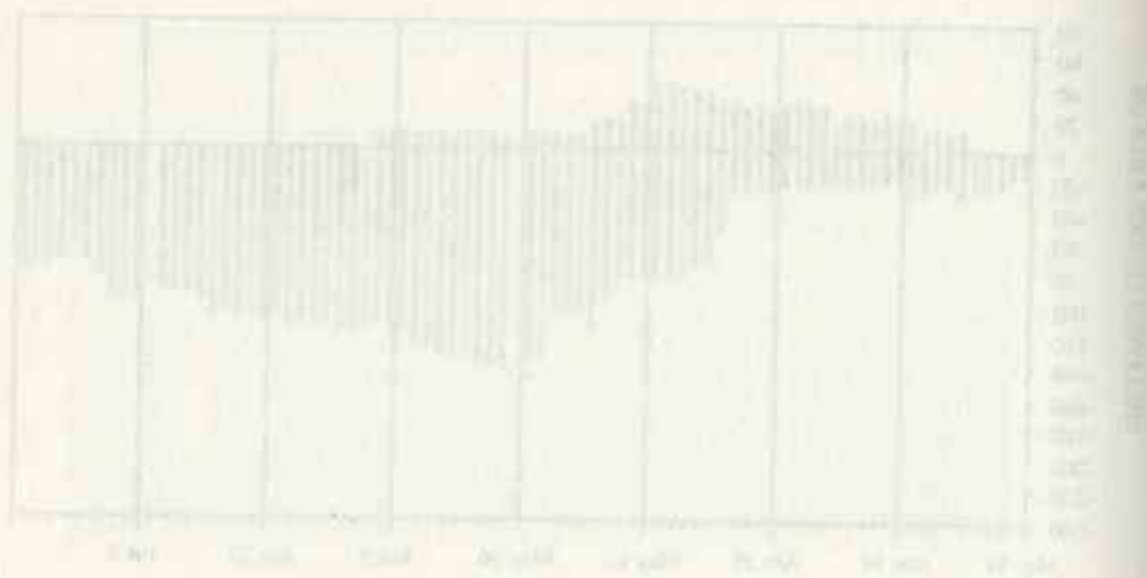
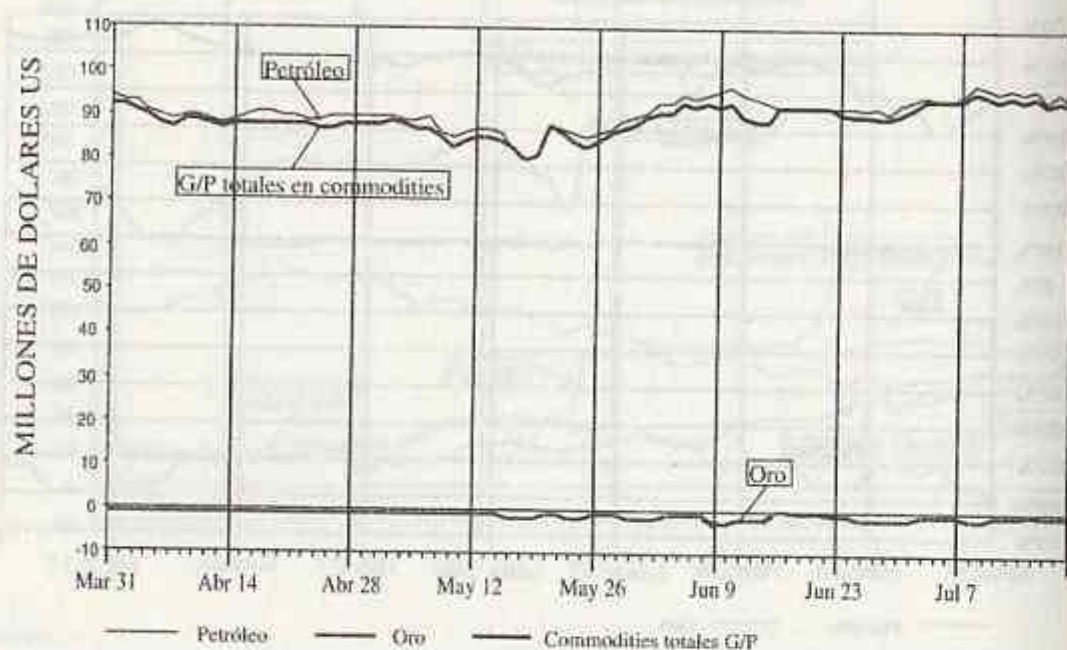


## POSICIONES EN COMMODITIES



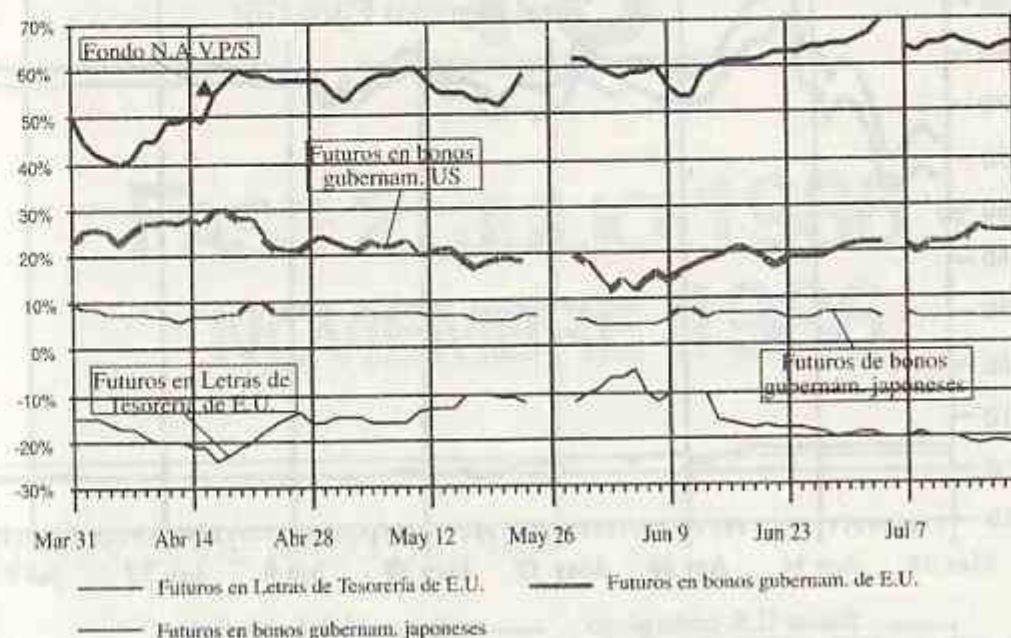


## GANANCIAS Y PERDIDAS EN COMMODITIES

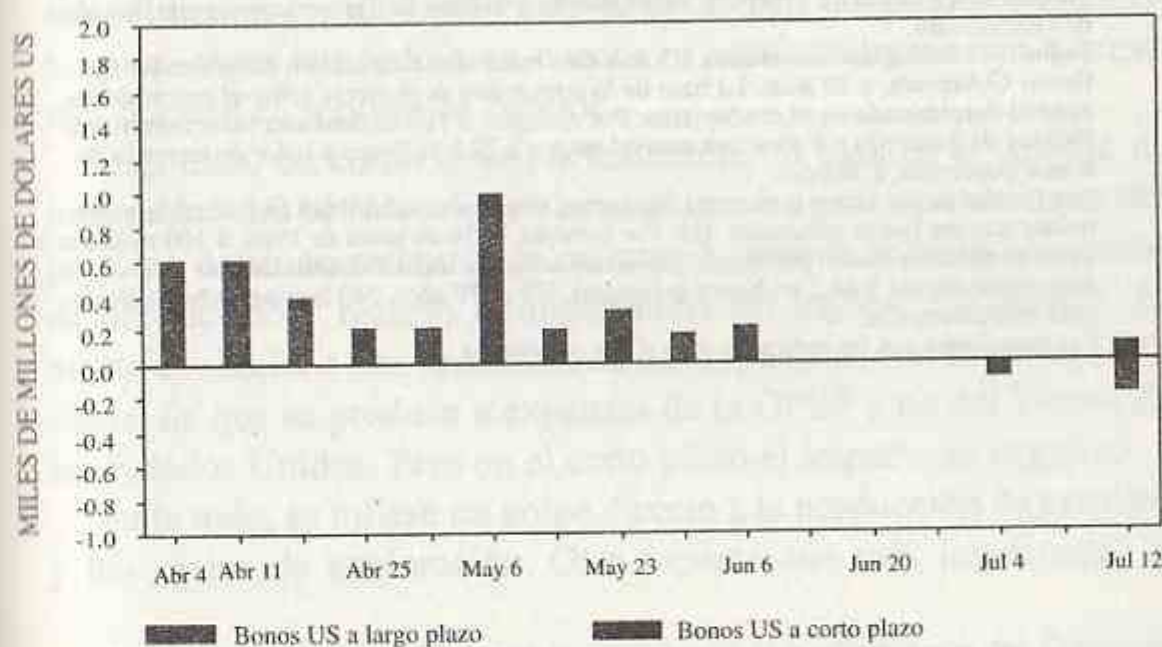




# TITULOS DE INGRESOS FIJOS Período de control: 9/12 1985 a 20/7 1986

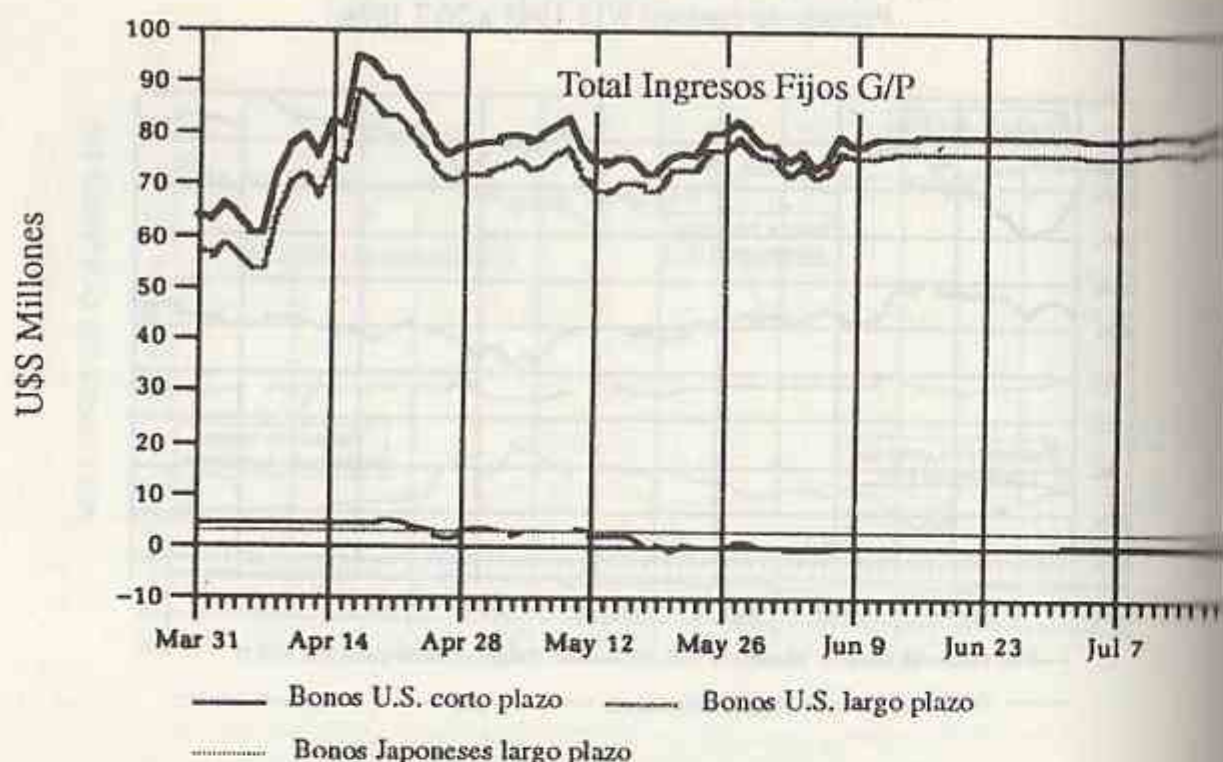


## POSICIONES EN TITULOS DE INGRESOS FIJOS





# G/P EN TITULOS DE INGRESOS FIJOS



## NOTAS

- (1) Las posiciones y las G/P sobre los bonos US a corto plazo incluyen Letras de Tesorería, Futuros sobre Letras de Tesorería y eurodólares y billetes de Tesorería hasta con dos años de vencimiento.
- (2) Todos los bonos gubernamentales US han sido reducidos a un común denominador de Bonos Gubernam. a 30 años. La base de la conversión es el efecto sobre el precio de un cambio determinado en el rendimiento. Por ejemplo, \$ 100 millones en valor nominal de Billetes de Tesorería a 4 años son equivalentes a \$ 28,5 millones a valor de mercado de bonos gubernam. a 30 años.
- (3) Los futuros de los bonos gubernam. japoneses tienen una volatilidad considerablemente menor que los bonos gubernam. US. Por ejemplo, al 30 de junio de 1986, \$ 100 millones a valor nominal de bonos gubernam. japoneses tenían la misma volatilidad que aproximadamente \$ 66,2 en bonos gubernam. US A 30 años. NO hemos hecho el ajuste para esta diferencia.
- (4) Las posiciones son las indicadas para el fin de semana.



# 13

## **FASE 2: JULIO 1986 - NOVIEMBRE 1986**

LUNES, 21 DE JULIO DE 1986 \*

**L**a posibilidad de una espiral deflacionaria nunca ha estado lejos de mis pensamientos. Fue, por cierto, la tesis que más tuve presente cuando comencé el experimento en tiempo real. Con el tiempo, la descarté en favor de la tesis de un mercado alcista, pero seguí teniéndola en cuenta, y ocasionalmente me basé en ella durante el período de control.

Esta tesis, tal como la veo actualmente, se basa en el colapso de los precios del petróleo. En el largo plazo, los precios más bajos del petróleo deberían estimular la economía, porque reducen los costos de producción y realzan la importancia del ingreso disponible. El efecto es similar a una reducción de los impuestos, con la ventaja adicional de que se produce a expensas de la OPEP y no del Tesoro de los Estados Unidos. Pero en el corto plazo el impacto es negativo.

Ante todo, se infiere un golpe directo a la producción de petróleo y los gastos de exploración. Otro aspecto aún más importante: al

\* Los cuadros que muestran la posición y la performance del Quantum Fund en la Fase 2 están al fin de este Capítulo. La clave de las notas de referencia entre paréntesis de (1) a (6) en los cuadros diarios de entradas se encuentran al fin del Capítulo 10.



caer los precios de los productores, hay un poderoso incentivo para demorar las compras. Con la tasa nominal de interés a alrededor del 7% en Estados Unidos y del 4% en Japón, mientras los precios de los productores están cayendo a un ritmo del 8½% y aún más rápido en el Japón, ¿qué puede ser mejor que acumular saldos en efectivo, preferiblemente en yenes japoneses? Se supone que el efecto deflacionario será transitorio, porque no se pueden postergar las compras para siempre, especialmente si la demanda de los consumidores aumenta, estimulada por tasas de interés más bajas y menores precios. Pero mientras dure, existe el peligro de que la carga de la deuda acumulada se vendrá abajo en forma aplastante, arrasando con la perspectiva de una eventual reactivación de la demanda.

El anuncio durante la semana pasada de la reorganización voluntaria de la firma LTV Corp. proporciona el modelo. Funcionando bajo la protección de los tribunales, LTV Corp. puede reducir su estructura de costos y competir de una manera más efectiva, hasta que también Bethlehem Steel se vea empujada a la bancarrota, y eventualmente la industria entera entre en quiebra. Mientras se desarrolla el drama, es probable que los consumidores hagan sus pedidos a medida que los necesiten. Este escenario dramatiza lo que está ocurriendo, de una manera u otra, en muchos sectores de la economía. Texas y otras regiones productoras de petróleo se están convirtiendo rápidamente en áreas de desastre.

La ley de reforma impositiva amenaza con destruir el mercado para los negocios inmobiliarios; además, debilita el sector ya débil de los bienes de capital. La agricultura está en un pozo de depresión, y los gastos de defensa, que han sido una de las fuerzas impulsoras de la economía, están declinando. Queda el gasto de los consumidores como la última fuente básica de vigor. Si se sacudiera la confianza de los consumidores, es posible que la demanda final no se reactive nunca, como se supone que lo hará. Según lo señaló Keynes, en el largo plazo estamos todos muertos.

La inestabilidad de los mercados de divisas agrava la situación. La declinación del dólar reduce el margen de la estimulación mone-



taria. La perspectiva de un círculo vicioso en desarrollo, en el cual una economía débil y un dólar débil se autorreforzarían mutuamente, es más previsible ahora que en cualquier otro momento desde el comienzo del experimento en tiempo real.

La combinación de un impacto negativo a corto plazo con otro positivo a largo plazo recibe el nombre de curva J. Habitualmente se utiliza este término en relación con las divisas, pero se puede aplicar también a los precios del petróleo. Describe los efectos de una caída en los valores, producida de una sola vez. Si la depreciación es continua, la pendiente hacia abajo de la curva J se extiende hasta que resulta más apropiado hablar de una pendiente resbaladiza que de una curva J.

Percibí los peligros inherentes al colapso de los precios del petróleo mucho antes de que los mercados comenzaran a reconocerlos, y me adormeció una falsa sensación de seguridad ante el hecho de que los mercados seguían desconociéndolos. En realidad, me preocupaban más los posibles signos de una reactivación, hasta que la evolución reciente del mercado me proporcionó un brusco despertar. Cuando el mercado de acciones inició una caída en picada el 7 de julio, mi primera reacción fue tratarla como una típica corrección técnica en un mercado alcista, que en este caso parece ocurrir al comienzo de cada trimestre. Comprendí que estamos en una situación en que cualquier caída del mercado de acciones puede ser autovalidante; sin embargo, me resultaba difícil creer que la caída ocurriera justamente cuando al mercado le correspondía iniciar una corrección técnica. Además, habría sido muy poco habitual que el viraje fuera calificado correctamente por la mayoría de los analistas técnicos. Sólo una semana más tarde, cuando la declinación excedió los límites de una corrección técnica, la tomé en serio.

Acepto la tesis bajista, no como una predicción válida de lo que nos espera, sino como una potente influencia en los mercados financieros. Al mismo tiempo, no veo motivos para abandonar la tesis alcista. Por el contrario, si sobrevive a la severa prueba a la cual está sometida actualmente, se reforzará, y su plazo de vida se extenderá. Me encuentro así en la deslucida posición de tener que operar sobre la base de dos tesis contradictorias, por lo menos en el corto plazo.



En este mismo instante, la tesis bajista es la más potente, pero no puedo afirmar que actué basado en ella, tanto en forma anticipada como a su comienzo mismo. En consecuencia, corro el riesgo de actuar apoyándome en ella justamente en el momento en que empieza a hacer sentir plenamente su influencia sobre el mercado: en otras palabras, estoy vendiendo en el piso de la curva.

Con frecuencia me he encontrado en situaciones similares anteriormente, y he elaborado ciertas técnicas para manejarlas. Por cierto que es más habitual para mí operar con dos tesis contradictorias, por lo menos parcialmente, que apostar todo con una sola tesis, como lo hice al fin de la Fase I.

Como principio general, no desmantelo las posiciones erigidas sobre una tesis que sigue siendo válida; tomo más bien posiciones en la dirección opuesta sobre la base de la nueva tesis. El resultado es un delicado equilibrio, que debe ser ajustado a cada rato. Si la tarea de equilibrar las cargas fallara en proteger la cartera, me vería obligado a recortar mis posiciones por todos lados para asegurar la supervivencia. Si tuviera éxito, en cambio, ganaría liquidez sin verme obligado a sacrificar posiciones deseables.

Se puede ilustrar lo anterior de la manera siguiente: si comienzo con una posición plenamente invertida y luego vendo corto un monto igual, una declinación del 20%, aun si afecta de igual manera las posiciones largas y las cortas, me deja invertido sólo en un 80% del lado largo. Si cubro mis posiciones cortas en el momento oportuno, salgo del paso bien al frente, pero aun si cubriera mis posiciones cortas a pérdida me encontraría mejor que si hubiera vendido mis posiciones largas en un momento inoportuno. En la práctica, la operación es mucho más compleja, porque la tarea de equilibrar no se limita al mercado de acciones.

Tomemos el caso actual.\* Reaccioné bastante tardíamente. La

\* Una vez más, recomiendo a los lectores que no estén especialmente interesados en mis maniobras en el mercado que salten el resto de este capítulo, salvo los párrafos referentes al 22 de octubre de 1986, que analizan una interesante secuencia de auge/derrumbe en el mercado bursátil japonés.



caída ya se había producido una semana antes, y el mercado estaba a un 5% de su pico cuando comencé a operar. El lunes 14 de julio compré algunos futuros de S&P sobre la base de que si estuviéramos frente a una reacción técnica el mercado debería cerrar más arriba. El Índice Dow Jones había caído 63 puntos el lunes anterior, 7 de julio, y los operadores a la baja (*bears*) descontarían otra aguda caída el lunes siguiente para establecer un mercado bajista en cascada.

Cuando el mercado cerró efectivamente más abajo, hice una contramarcha al día siguiente, y a fines de la semana construí una posición corta que supera probablemente mis posiciones largas. Acorté igualmente algunos bonos largos y alargué algunos futuros en letras de tesorería. Luego acumulé bonos japoneses en el mercado de futuros, y dupliqué mi posición corta en bonos U.S. La idea subyacente a estas maniobras es que espero con el tiempo una acción concertada para reducir las tasas de interés pero, con el dólar en declinación, los bonos U.S. podrían reaccionar en forma negativa, mientras que los bonos japoneses se moverían hacia arriba. En las tablas que siguen se muestra la evolución día por día de la estructura de la cartera del Fondo.

Ahora me encuentro en la posición en que deseaba estar, pero mi situación tiende a modificarse minuto a minuto. Tendré que ser mucho más activo y ágil de lo que he sido hasta ahora, hasta que la batalla entre las dos tesis en conflicto se resuelva. Por ejemplo, hoy (lunes 21 de julio) cubrí contratos de futuros de 500 S&P para poder vender una mayor cantidad a precios más altos cuando (y en caso que) la desilusión por el hecho de que no sigue la cascada precipite una recuperación de coberturas cortas.

El desenlace de la reunión de la OPEP que comienza el lunes próximo determinará hacia dónde me moveré a renglón seguido. Si se produce una ruptura, me prepararé para lo peor; si logra llegar a un acuerdo, contra todas las expectativas prevalecientes, deberé reevaluar la situación.



LUNES POR LA TARDE, 28 DE JULIO DE 1986

Resulta difícil hacer un relato golpe por golpe de mis maniobras. Sintetizaré de este modo mis actividades de la semana pasada: reduje mis posiciones cortas en futuros de S&P a 5000 contratos (\$ 587 millones), con una modesta pérdida; cubrí una parte de mis posicio-

Julio 28, 1986							
	Cierre 7/28/86	% de cambio desde 7/21		Cierre 7/28/86	% de cambio desde 7/21		
DM	2.1515	- 1.5	S&P 500	240.23	+ 1.7		
¥	158.30	+ 11.9	Bonos-T USA	97	- 3.0		
£	1.4795	- 1.3	Eurodólares	93.43	- .2		
Oro	347.9	- 2.0	Petróleo crudo	10.90	- 16.7		
			Bonos japoneses	103.31	0		
Quantum Fund: capital accionario				\$ 1,514,000,000			
Valor de activos fijos por acción				\$ 10,126			
Cambio desde 12/31/84				2.4%			
Cambio desde 8/16/85				132.2%			
Estructura de la cartera (en millones de dólares)							
Posiciones de Inversión (1)	Largo	Corto	Cambio Neto (2) desde 7/21	Exposición neta a las divisas (6)	Largo	Corto	Cambio Neto (2) desde 7/21
Acciones				Relac. con el DM	678		- 117
Acciones USA	1,020	(99)	- 82	Yen japonés	434		- 115
US Index				Libras esterlinas		(25)	0
Futures		(1,053)	- 103	Dólar USA	427		+ 268
Acciones extranjeras	581		- 23	Otras divisas	341		+ 139
Bonos (3)							
Gobierno USA							
Corto							
plazo (4)	59		+ 30				
Largo							
plazo		(572)	- 2				
Japoneses (5)	1,663		+ 329				
Commodities							
Petróleo		(37)	+ 6				
Oro			+ 34				



nes cortas en futuros de bonos U.S. con una modesta ganancia; y también gané sobre una parte de mis posiciones cortas en dólares, recién adquiridas. El efecto neto consiste en reducir marginalmente mi riesgo en todos los sentidos y ubicarme, según creo, en una posición totalmente cubierta.

Hoy, lunes, tomé ganancias sobre el saldo de mis posiciones cortas en futuros de bonos U.S. Luego el dólar cayó a nuevos niveles bajos, por alguna razón no explicada, y me sentí obligado a saltar el cerco hacia el sector bajista. Formé parte de la multitud que descargó bonos y futuros indexados de acciones. Liquidé los futuros indexados de S&P que había recomprado a precios más altos la semana anterior, así como los futuros sobre bonos que había cubierto a precios mayores esta mañana. No tenía en claro si los mercados estaban previendo un desenlace positivo o negativo de la reunión de la OPEP; todo lo que pude percibir fue que el dólar estaba cayendo, por razones desconocidas, y eso tenía una influencia bajista sobre los bonos y las acciones. Un movimiento del mercado que carece de una explicación clara puede intimidar con mayor razón aún. Decidí actuar primero y buscar una explicación más tarde. Mañana volveré a examinar la situación y, si fuera necesario, invertiré mis movidas de hoy.

#### JUEVES POR LA TARDE, 31 DE JULIO DE 1986

El martes tomé una modesta ganancia sobre los futuros de S&P que había vendido el lunes, y también cubrí mis futuros en bonos, simplemente para revender una parte a precios más altos.

El miércoles, la Bolsa tocó un nuevo y modesto piso. Intenté cubrir una mayor cantidad de futuros de S&P, pero el mercado de futuros se recuperó, y sólo conseguí hacer 1.100 contratos. También seguí acortando posiciones en un mercado petrolero en alza.

Esta mañana, el dólar tocó nuevos pisos, y me propongo volver a una posición más bajista en futuros de acciones indexadas. Parece que el único éxito de la reunión de la OPEP consistió en que las



## El Experimento en tiempo real

**Julio 28, 1986**

	<i>Cierre 7/31/86</i>	<i>% de cambio desde 7/28</i>		<i>Cierre 7/31/86</i>	<i>% de cambio desde 7/28</i>
DM	2.1040	+ 2.2	S&P 500	236.59	- 1.5
¥	155.30	+ 1.9	Bonos-T USA	97	0
£	1.4928	+ .9	Eurodólares	93.46	0
Oro	352.00	+ 1.2	Petróleo crudo	11.73	+ 7.6
			Bonos japoneses	103.64	+ .3
Quantum Fund: capital accionario				\$ 1,503,000,000	
Valor de activos fijos, por acción				\$ 10,050	
Cambio desde 12/31/84				- .8%	
Cambio desde 8/16/85				+ 130.5%	

**Estructura de la cartera (en millones de dólares)**

<i>Posiciones de Inversión (1)</i>			<i>Cambio Neto (2) desde</i>	<i>Exposición neta a las divisas (6)</i>			<i>Cambio Neto (2) desde</i>
	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>7/28</i>		<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>7/28</i>
Acciones				Relac. con el DM	679		+ 1
Acciones USA	983	(106)	- 44	Yen japonés	431		- 3
US Index				Libra esterlina		(15)	+ 10
Futures		(973)	+ 80	Dólar USA	408		- 19
Acciones extranjeras	582	(44)	- 43	Otras divisas	171		- 170
Bonos (3)							
Gobierno USA							
Corto							
plazo (4)	124		+ 65				
Largo							
plazo		(442)	+ 130				
Japoneses (5)	1,686		+ 23				
Commodities							
Petróleo		(73)	- 36				
Oro							

diferencias quedaron asentadas en el papel. El próximo movimiento en el sector petrolero debería ser hacia abajo. Esta era la señal que esperaba para decidir hacia qué lado saltar el cerco.

La hipótesis de una recesión parece asimismo volverse más fuerte. Más allá de la hipótesis de corto plazo, fundada en una espiral deflacionaria, hay también otra de largo plazo, que se basa en una



declinación de los gastos de capital. La inestabilidad de los mercados financieros desalienta fuertemente la formación de capital fijo en todo el mundo. En los Estados Unidos, la reforma impositiva acrecienta las incertidumbres; en Europa y Japón, la declinación del dólar presiona hacia abajo los márgenes de ganancias. El problema es que a los gobiernos les queda mucho menos espacio que lo habitual para embarcarse en políticas anticíclicas. Esto es especialmente cierto para Estados Unidos, acosado por la necesidad de mantener la confianza de los inversores extranjeros. Japón y Europa podrían hacer más, pero se mueven con lentitud. Mientras tanto, el peso de la deuda acumulada hace presión: Bethlehem Steel suspendió el pago de dividendos sobre sus acciones preferidas.

La baja parece tener un extremo abierto; en cambio, el alza parece limitada. Después de la recuperación de ayer, la Bolsa se encuentra todavía en un molde que admitiría una corrección técnica normal; hoy puede ser el día indicado para romper el molde. Si esto es cierto, indudablemente mis acciones contribuirán a ese fin.

#### LUNES POR LA TARDE, 4 DE AGOSTO DE 1986

La posición corta que tomé el jueves pasado parece estar funcionando bien: los futuros indexados cerraron en un nuevo piso el viernes, preparando el terreno para otro lunes negro. Hoy la Bolsa abrió a niveles inferiores, pero el petróleo estuvo más alto desde el comienzo. Me preocupaba la posibilidad de que la OPEP llegara a algún tipo de acuerdo, y traté de cubrir la mitad de mis posiciones cortas. Luego los detalles de un acuerdo comenzaron a filtrarse, y la Bolsa se recuperó.

Realicé una modesta ganancia una vez completada la transacción, pero tengo una pérdida no realizada sobre la parte que dejé de cubrir. Mi actual inclinación consiste en asimilar la pérdida, porque la hipótesis bajista ha quedado minada por los acuerdos de hoy sobre las cuotas petroleras. El hecho de que Irán y Arabia Saudita se hayan puesto de acuerdo es altamente significativo: indica que no



## El Experimento en tiempo real

Agosto 4, 1986							
	Cierre 8/4/86	% de cambio desde 7/31		Cierre 8/4/86	% de cambio desde 7/31		
DM	2.0865	+ .8	S&P 500	236.00	+ 1.7		
¥	154.30	+ .6	Bonos-T USA	97 <sup>25</sup> / <sub>32</sub>	+ .8		
£	1.4695	- 1.6	Eurodólares	93.57	+ .1		
Oro	360.30	+ 2.4	Petróleo crudo	13.29	+ 13.3		
			Bonos japoneses	104.11	+ .5		
Quantum Fund: capital accionario				\$ 1,504,000,000			
Valor de activos fijos por acción				\$ 9,934			
Cambio desde 12/31/84				- 2.1%			
Cambio desde 8/16/85				+ 125.5%			
<b>Estructura de la cartera (en millones de dólares)</b>							
Posiciones de Inversión (1)	Largo	Corto	Cambio Neto (2) desde 7/31	Exposición neta a las divisas (6)	Largo	Corto	Cambio Neto (2) desde 7/31
Acciones				Relac. con el DM	601		- 78
Acciones USA	1,015	(96)	+ 42	Yen japonés	421		- 10
US Index				Libra esterlina		(15)	0
Futuros		(703)	+ 270	Dólar USA	497		+ 89
Acciones extranjeras	562	(44)	- 20	Otras divisas	197		+ 26
Bonos (3)							
Gobierno USA							
Corto							
plazo (4)	122		- 2				
Largo							
plazo		(383)	+ 59				
Japoneses (5)	2,388		+ 702				
Commodities							
Petróleo		(85)	- 12				
Oro							

favorecería los intereses políticos y militares de Arabia Saudita comprobar que el precio del petróleo tenga cualquier nueva baja. El convenio puede romperse, pero eso sólo puede ocurrir más adelante. Mientras tanto, no tiene sentido quedar corto, tanto en petróleo como en acciones. Por desgracia, me he quedado corto en ambos



sectores. Me quiero desacoplar, pero es posible que deba tener paciencia: hay muchos otros en mi misma situación, y después de la primera recuperación podría quedar margen para reflexiones posteriores. De una manera u otra, debo estar preparado para aceptar una pérdida.

## SABADO, 9 DE AGOSTO DE 1986

En el transcurso de la semana, he reducido mi exposición por todos lados. El martes cubrí mis posiciones cortas en futuros indexados y en acciones petroleras y bancarias; también vendí una parte de mis divisas y de los bonos de corto plazo. El miércoles, después de que retrocedió la primera oleada de coberturas cortas, comencé a cubrir mis posiciones cortas en petróleo. El jueves cubrí mis posiciones cortas en futuros de bonos. Hoy vendí el grueso de mis divisas.

Las únicas posiciones importantes que me quedan están en acciones y en futuros de bonos japoneses. La única exposición nueva que tomé es una posición corta en futuros de bonos U.S. Fue un movimiento táctico que realicé hoy, después de una fuerte recuperación de coberturas cortas, y en cierto sentido ese movimiento está cubierto por mis futuros de bonos japoneses.

El valor de activos del Fondo sufrió su primer traspie desde el comienzo de enero: en el curso de la semana el valor de sus acciones bajó un 4,3%. Las pérdidas provinieron principalmente de las jugadas con el petróleo y de algunas de mis posiciones en acciones. Finalmente, el cambio de ambiente del mercado nos alcanzó: varios de nuestros conceptos en materia de inversiones en acciones se pincharon y, al carecer de una operación de cobertura realizada con éxito, el valor de nuestros activos sufrió las consecuencias.

Es probable que aún no hayamos experimentado plenamente el impacto negativo; por lo general, todo lo que puede ir mal desmejora al mismo tiempo. Por ende, prefiero reorganizarme en todas partes cuando las cosas comienzan a ir mal. Dos semanas de frenética actividad no produjeron resultados tangibles: es hora de quedarse



## El Experimento en tiempo real

**Agosto 4, 1986**

	<i>Cierre 8/4/86</i>	<i>% de cambio desde 7/31</i>		<i>Cierre 8/4/86</i>	<i>% de cambio desde 7/31</i>
DM	2.0660	+ 1.0	S&P 500	236.88	+ .4
¥	153.75	+ .4	Bonos-T USA	99 <sup>03/32</sup>	+ 1.3
£	1.4765	+ .5	Eurodólares	93.61	0
Oro	375.60	+ 4.2	Petróleo crudo	14.83	+ 11.6
			Bonos japoneses	104.01	- .1

Quantum Fund: capital accionario	\$ 1,472,000,000
Valor de activos fijos por acción	\$ 9,628
Cambio desde 12/31/84	- 2.1%
Cambio desde 8/16/85	+ 120.8%

**Estructura de la cartera (en millones de dólares)**

<i>Posiciones de Inversión (1)</i>		<i>Cambio Neto (2)</i>		<i>Exposición neta a las divisas (6)</i>	<i>Cambio Neto (2)</i>	
		<i>Largo</i>	<i>Corto</i>		<i>Largo</i>	<i>Corto</i>
Acciones						
Acciones USA	1,002	(47)	+ 36	Relac. con el DM	164	- 437
US Index				Yen japonés	141	- 280
Futures			+ 703	Libra esterlina		(25) - 10
Acciones				Dólar usa	1,192	+ 695
Extranjeras	593	(30)	+ 45	Otras divisas	177	- 20
Bonos (3)						
Gobierno USA						
Corto						
plazo (4)	49		- 73			
Largo						
plazo		(552)	- 169			
Japoneses (5)	2,385		- 3			
Commodities						
Petróleo			+ 85			
Oro		(15)	- 15			

más quieto. Aún estoy demasiado involucrado en los movimientos diarios del mercado, pero intentaré recuperar mi perspectiva. Reduciendo mi exposición, podré reevaluar la situación y reagrupar mis fuerzas con mayor facilidad.

Considero el acuerdo de la OPEP un acontecimiento fundamen-



tal. Los países productores de petróleo llegaron al borde del abismo y retrocedieron; es probable que durante un cierto tiempo se mantengan alejados del abismo. La curva de oferta invertida para el petróleo opera en ambos sentidos: una vez que su precio sube, la presión para extraerlo a cualquier precio se reduce. En síntesis, el cártel del petróleo ganó un nuevo período de respiro. Su duración es incierta, pero está destinado a prolongarse en la medida suficiente como para que pueda basar sobre ella mis decisiones de inversión. Preveo precios del petróleo no inferiores a \$ 15, y probablemente a \$ 18 a fines de este año.

¿Dónde me deja esta situación? Mi escenario negativo se basaba en el colapso del petróleo; ¿debería acaso abandonarlo y volverme nuevamente alcista sin reservas? Esa fue mi primera reacción, pero me veo contenido porque percibo demasiados aspectos negativos. Después de haber pasado una valla, quedan otras detrás de ella. La más importante es la debilidad del dólar: prefiero mantener mi cautela hasta que se estabilice.

Al buscar a mi alrededor una hipótesis negativa, retorno al argumento desde el cual partí al comenzar el experimento en tiempo real. En esa época, el Círculo Imperial se estaba desenrollando, y existía el peligro de que comenzara a enrollarse en sentido contrario: una economía débil produciría un dólar débil e impediría una declinación de las tasas de interés. Tanto la economía como el dólar son suficientemente débiles para que este escenario se vuelva realista. ¿Qué puede prevenirlo? Creo que sólo nos salvará comprender el peligro. El mercado bursátil está diciendo que nos estamos encaminando hacia una recesión; el peso de las deudas morosas se está acumulando, y las presiones proteccionistas han alcanzado un punto tal que al Congreso le faltaron apenas unos pocos votos para pasar por alto de un veto presidencial.

Las autoridades deben comprender que es necesario hacer algo. En una oportunidad habían logrado forjar un consenso durante la reunión del Grupo de los Cinco en el Plaza. Bajo la presión de las circunstancias, no sería tan difícil que lo logaran de nuevo. Japón y



Alemania podrían reducir sus tasas de interés, y los Estados Unidos podrían cooperar apoyando el dólar. Volcker voló a Alemania para asistir al funeral de Emminger durante el fin de semana, y no tengo dudas de que el tema será discutido. Por este motivo, ayer vendí mis divisas. Acortar los futuros de bonos U.S. tiene menos sentido, salvo como cobertura. Si el dólar siguiera tocando nuevos pisos, me propondría construir la posición para reemplazar mis posiciones cortas en dólares; si se estabilizara, podría tomar posiciones largas contra él en futuros indexados de acciones. En cualquier caso, puedo compensar mis posiciones cortas en bonos U.S. con mis posiciones largas en futuros de bonos japoneses.

En suma, continúo operando con dos escenarios alternativos, pero el dólar se ha convertido en la variable crítica, en lugar del petróleo. Si las autoridades tienen éxito en la estabilización del dólar, respaldaré el escenario alcista con mayor confianza; si fracasan, asoma el círculo vicioso. En la actualidad, estoy dispuesto a apostar por una resolución positiva, pero sólo con cautela. Después de haber superado una valla, deberíamos ser capaces de pasar la siguiente. Pero si la cobertura de mis posiciones en dólares resultara un error, tendría que iniciar alguna gambeta, o bien llevármelo auestas. Teniendo en cuenta la futilidad de mis ejercicios de cobertura hasta ahora, probablemente optaré por la segunda alternativa. Después de todo, no me ha quedado ningún *leverage* en cartera para que tenga que preocuparme.

#### LUNES POR LA TARDE, 18 DE AGOSTO DE 1986

La Bolsa ha presentado una performance muy firme, el mercado de bonos ha permanecido igualmente sólido, y las divisas parecen haberse estabilizado. El valor de activos del Fondo alcanzó un nuevo techo. Ahora estoy dispuesto a optar por el escenario alcista con mayor confianza.

Hemos llegado al borde del precipicio, y ahora estamos retrocediendo. Se han puesto los cimientos para una reducción coordinada



Fase 2: julio 1986 - noviembre 1986

**Agosto 4, 1986**

	<i>Cierre</i> 8/18/86	<i>% de cambio</i> desde 8/8		<i>Cierre</i> 8/18/86	<i>% de cambio</i> desde 8/8
DM	2.0170	+ 2.4	S&P 500	247.38	+ 4.4
¥	154.32	- .4	Bonos-T USA	101 <sup>04/32</sup>	+ 2.0
£	1.4900	+ .9	Eurodólares	93.81	+ .2
Oro	376.40	+ .2	Petróleo crudo	15.61	+ 5.3
			Bonos japoneses	105.08	+ 1.0

Quantum Fund: capital accionario	\$ 1,594,000,000
Valor de activos fijos por acción	\$ 10,423
Cambio desde 12/31/84	+ 8.3%
Cambio desde 8/16/85	+ 139.0%

**Estructura de la cartera (en millones de dólares)**

<i>Posiciones de</i> <i>Inversión (1)</i>	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>Cambio</i> <i>Neto</i> <i>(2)</i> <i>desde</i> <i>8/8</i>	<i>Exposición neta</i> <i>a las divisas (6)</i>	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>Cambio</i> <i>Neto</i> <i>(2)</i> <i>desde</i> <i>8/8</i>
Acciones				Relac. con el DM	169		+ 5
Acciones USA	1,088	(40)	+ 93	Yen japonés	199		+ 58
US Index				Libra esterlina		(19)	+ 6
Futures	347		+ 347	Dólar USA	1,245		+ 53
Acciones				Otras divisas	223		+ 46
Extranjeras	677	(19)	+ 95				
Bonos (3)							
Gobierno USA							
Corto							
plazo (4)	43		- 6				
Largo							
plazo		(465)	+ 87				
Japoneses (5)	2,427		+ 42				
Commodities							
Petróleo	28		+ 28				
Oro	11		+ 26				

de las tasas de interés. Al subir los precios del petróleo, nos estamos encaminando hacia un período de acumulación de inventarios. Al estabilizarse las divisas, comenzarán a hacerse sentir los efectos beneficiosos de la declinación del dólar. Estos aspectos positivos a corto plazo deberían pesar más que los aspectos negativos a largo



plazo, como la baja en la construcción y la escasez de los gastos de capital. El resultado neto debería ser la continuación del crecimiento a niveles por debajo del estándar, que hemos experimentado hasta ahora.

Teniendo en cuenta este panorama, es posible que las Bolsas del mundo continúen escalando nuevas alturas. La ley de reforma impositiva puede ejercer una influencia amortiguadora durante el resto de este año, porque tanto las ganancias de capital a largo plazo como las pérdidas a corto plazo tendrán un tratamiento impositivo más favorable este año que el próximo; pero esto ya puede haberse descontado en el mercado. Los inversores profesionales han hecho mucho dinero, y se han cubierto en gran medida. Si hay una sorpresa, será en la pendiente de subida. Es toda una voltereta con respecto a unas pocas semanas atrás, cuando yo pensaba que el alza estaba acotada, mientras que la baja tenía un extremo abierto.

Ahora estoy preparado para concluir la Fase 2 del experimento. En lugar de un punto de inflexión (*turning point*), resultó un interludio en el marco de lo que sigo considerando un mercado alcista. Volveré a un estilo de *management* más pausado, con revisiones menos frecuentes. El Fondo está bien posicionado, si bien me sentiría más contento con posiciones largas algo mayores en acciones y, con el fin de correr algún riesgo, con una posición larga en petróleo.

La actividad más bien frenética del mes pasado se sintetiza en las Tablas que siguen.

#### LUNES, 8 DE SETIEMBRE DE 1986

El lunes pasado, el oro, bajo la influencia de un mercado del platino en pleno auge, quebró la barrera de los 400 dólares. En tales circunstancias, los bonos y las acciones fueron liquidados en forma más bien vehemente. Ignoré la liquidación, y lo que ocurrió el jueves pareció



Septiembre 5, 1986

	Cierre 9/5/86	% de cambio desde 8/18		Cierre 9/5/86	% de cambio desde 8/18
DM	2.0487	- 1.6	S&P 500	250.48	+ 1.3
¥	155.40	- .7	Bonos-T USA	97 <sup>12</sup> / <sub>32</sub>	+ 3.7
£	1.4940	+ .3	Eurodólares	94.09	+ .3
Oro	422.80	+ 12.3	Petróleo crudo	16.37	+ 4.9
			Bonos japoneses	105.11	+ .1
Quantum Fund: capital accionario				\$ 1,638,000,000	
Valor de activos fijos por acción				\$ 10,606	
Cambio desde 12/31/84				+ 1.8%	
Cambio desde 8/16/85				+ 143.2%	

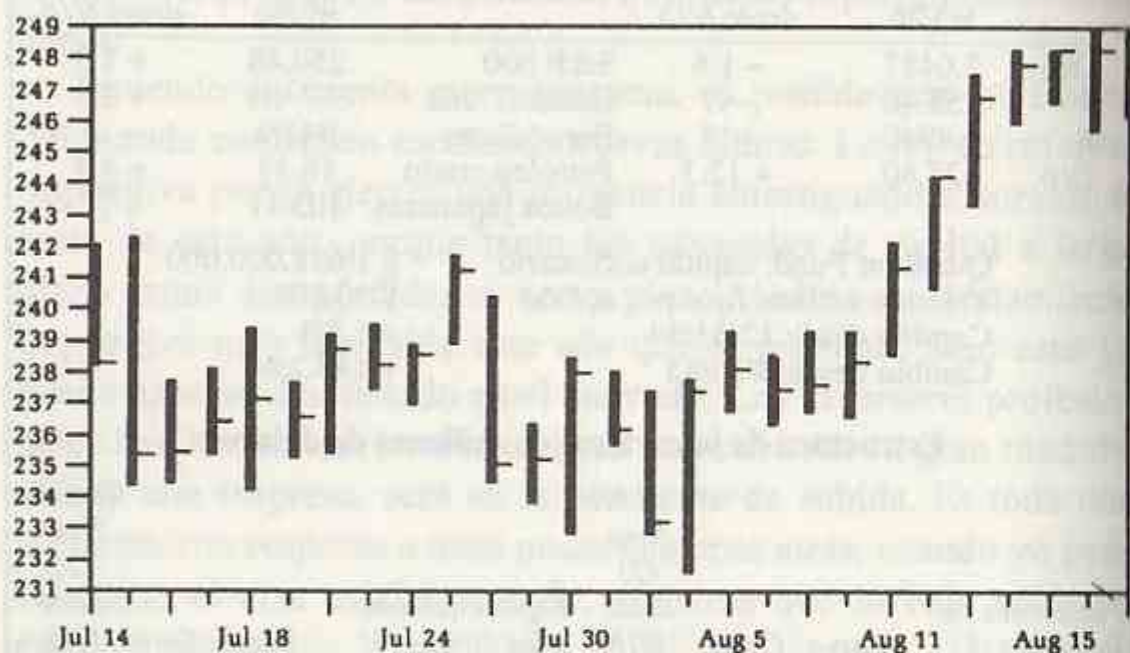
Estructura de la cartera (en millones de dólares)

Posiciones de Inversión (1)			Cambio Neto (2)	Exposición neta a las divisas (6)			Cambio Neto (2)
	Largo	Corto	desde 8/18		Largo	Corto	desde 8/18
Acciones				Relac. con el DM	153		- 16
Acciones USA	1,214	(33)	+ 133	Yen japonés	162		- 37
US Index				Libra esterlina	5		+ 24
Futures	499		+ 152	Dólar USA	1,318		+ 73
Acciones				Otras divisas	247		+ 24
Extranjeras	654		- 4				
Bonos (3)							
Gobierno USA							
Corto							
plazo (4)	11		- 32				
Largo							
plazo		(383)	+ 59				
Japoneses (5)	2,385		- 42				
Commodities							
Petróleo	76		+ 48				
Oro			- 11				

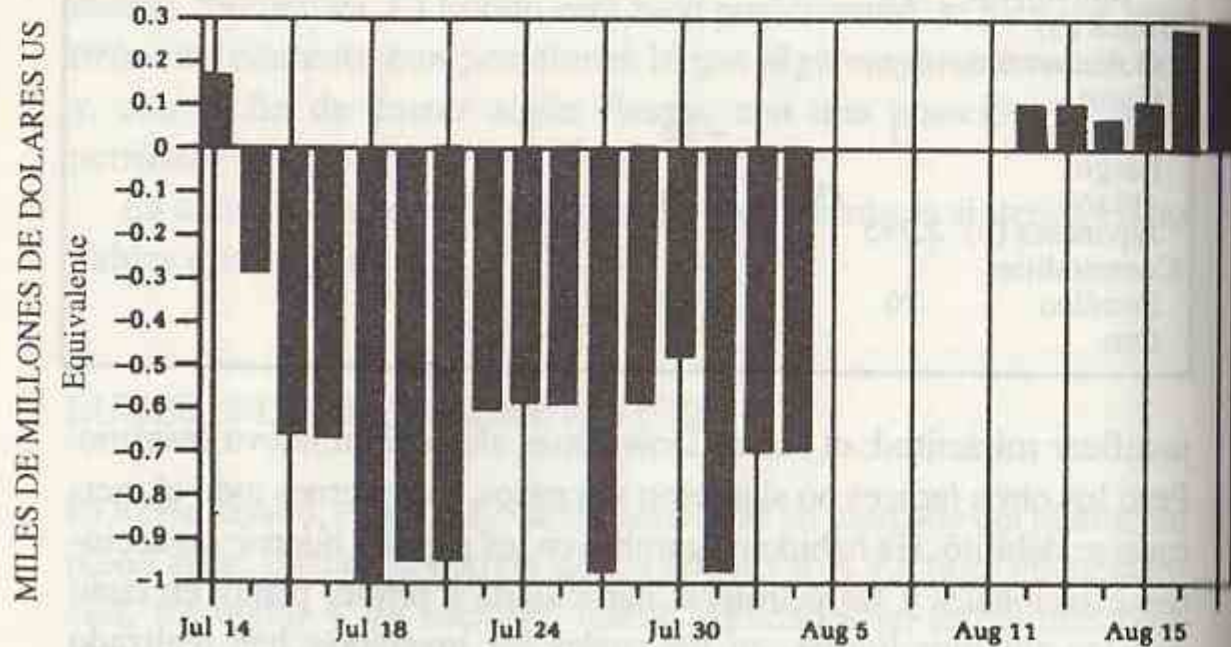
justificar mi actitud: el índice Dow Jones alcanzó un nuevo máximo. Pero los otros índices no siguieron sus pasos, y el viernes todo el mercado se debilitó. Ha habido un cambio en los papeles líderes: las acciones estacionales y las petroleras han pasado a primer plano, en tanto que los antiguos líderes, en los cuales los inversores han realizado



# FUTUROS EN S&P (Contrato de Setiembre)

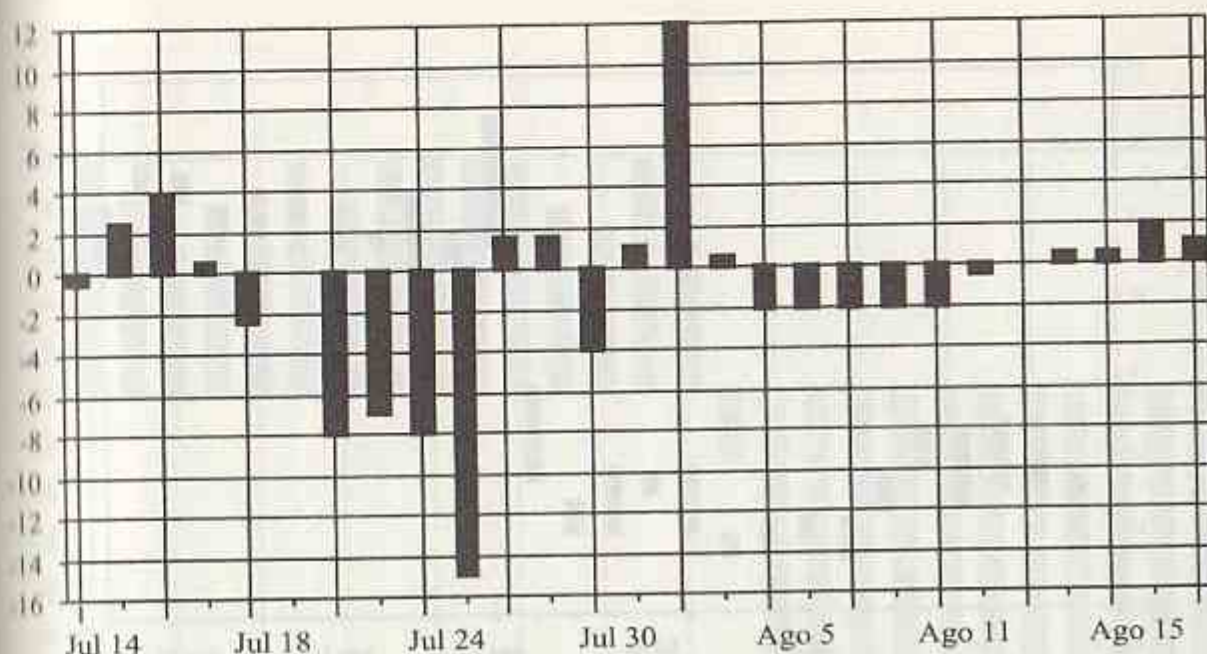


## POSICION





# GANANCIAS Y PERDIDAS SOBRE FUTUROS DEL INDICE S&P (Millones de US\$)

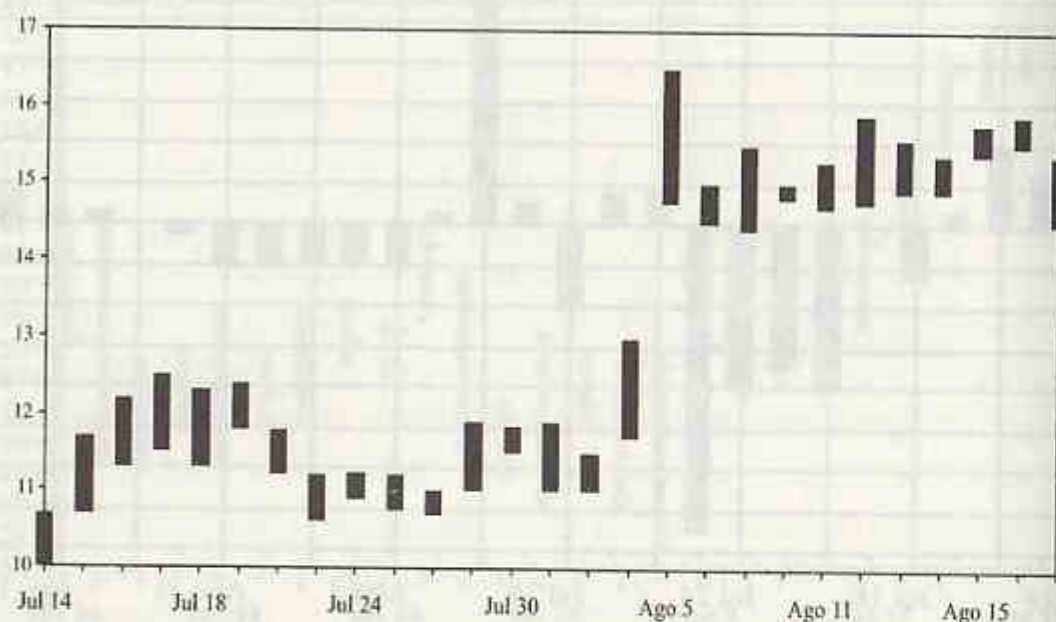


## Resumen de Transacciones en Indices de S&P

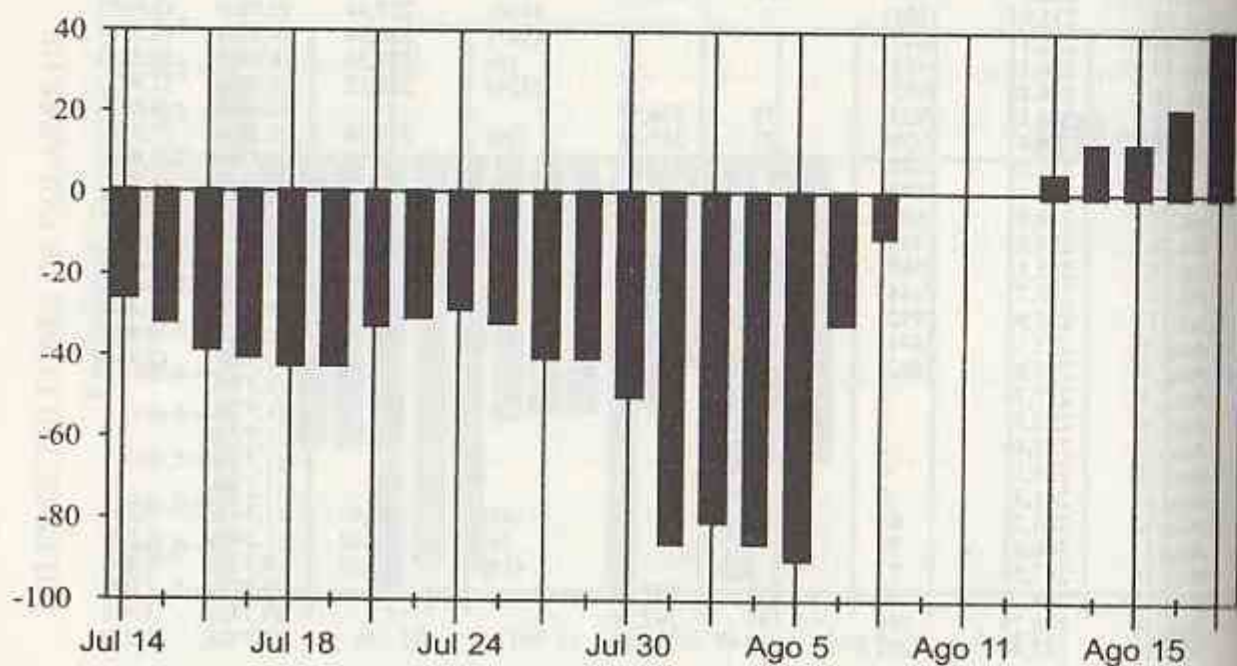
Fecha	Precio de cierre	Posición pendiente Mill.US\$	Comprado		Vendido		G&P Acum. realiz. Mill.US\$	G&P No realiz. Mill.US\$
			Monto Mill.US\$	Precio	Monto Mill.US\$	Precio		
Jul.14	238,3	153	153	238,98				(0,435)
Jul.15	235,05	(301)			(456)	237,44	(0,986)	(3,059)
Jul.16	235,1	(647)			(347)	236,04	(0,986)	(0,373)
Jul.17	236,15	(655)			(6)	237,50	(0,986)	(0,527)
Jul.18	236,85	(982)			(324)	236,12	(0,986)	(1,423)
Jul.21	236,35	(923)	59	236,10			(0,884)	(0,613)
Jul.22	239,4	(929)	35	235,45	(36)	237,50	(0,576)	(7,376)
Jul.23	237,95	(602)	334	238,75			(3,709)	(3,607)
Jul.24	238,4	(595)					(3,709)	(4,732)
Jul.25	240,9	(602)					(3,709)	(10,982)
Jul.28	234,85	(939)			(353)	235,20	(3,709)	4,668
Jul.29	235,1	(588)	374	234,58	(22)	235,20	(1,412)	2,215
Jul.30	237,7	(484)	156	234,79	(47)	236,61	(0,623)	(3,565)
Jul.31	235,95	(952)			(473)	236,68	(0,623)	1,458
Aug. 1	233,15	(671)	360	233,76	(35)	234,93	2,713	8,893
Aug. 4	237,05	(682)					2,713	(2,334)
Aug. 5	237,75	0	685	237,80			(1,779)	
Aug. 6	237,3	0					(1,779)	
Aug. 7	237,45	0					(1,779)	
Aug. 8	238,1	0					(1,779)	
Aug. 11	241,3	0					(1,779)	
Aug. 12	244,2	61	103	241,18	(43)	243,45	(1,382)	0,755
Aug. 13	246,45	55			(6)	240,62	(1,246)	1,186
Aug. 14	247,55	37			(19)	247,50	(0,772)	0,955
Aug. 15	248,05	70	32	247,97			(0,772)	1,041
Aug. 18	248,25	256	185	247,11			(0,772)	1,951
Aug. 19	247,4	292	37	246,44			(0,772)	1,220



# PETROLEO CRUTO (Contrato Setiembre Merc. N.Y.)

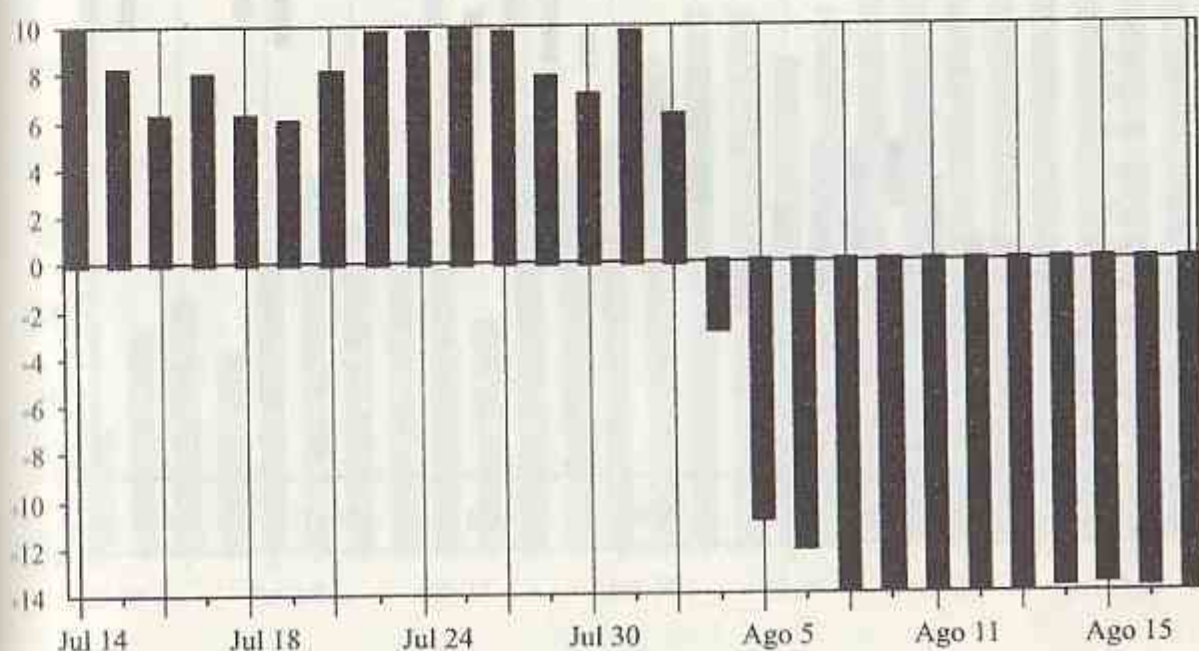


## POSICIONES (Mill.USD)





# GANANCIAS Y PERDIDAS SOBRE PETROLEO CRUDO (Mill. US\$)



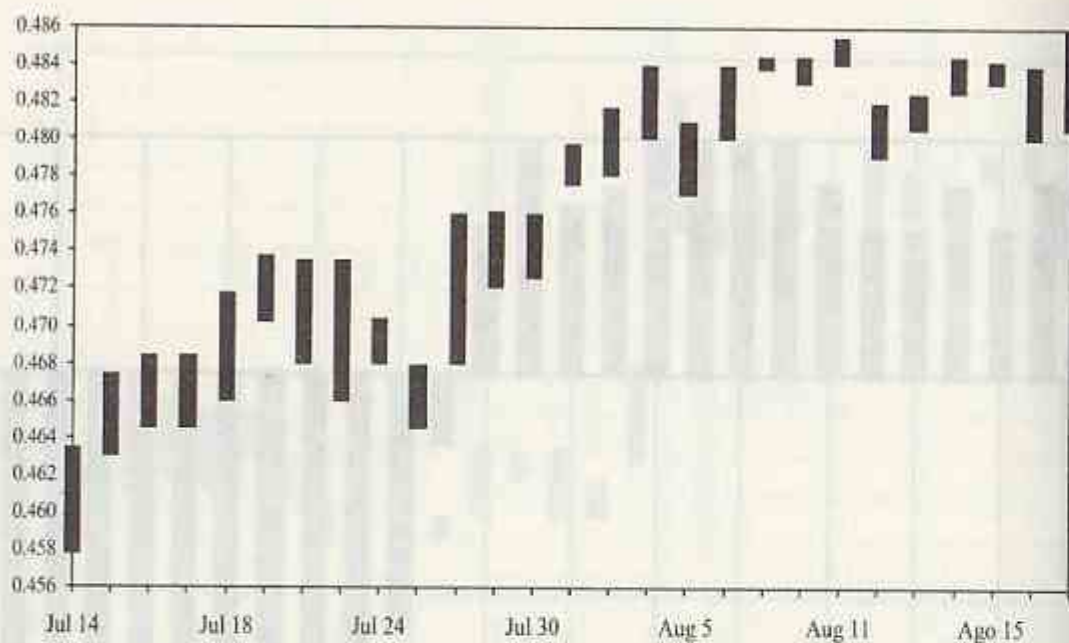
## Resumen de transacciones en contratos relacionados con petróleo (1)

De	A	Transacción realizada	Monto transacción Mill.US\$	Total promedio Mill.US\$	G&P reales pendiente Mill.US\$	G&P totales en el período Mill.US\$	Mill.US\$
	Jul.14	Posición corta pendiente	15,478	(25,534)		7,750	
Jul.15	Jul.17	Aumento de posición corta	(14,029)	13,038	(41,924)	0,000	
Jul.21	Jul.24	Recomprado	13,737	12,455	(26,535)	3,090	9,032
Jul.25	Jul.31	Aumento de posición corta	(49,679)	11,449	(87,654)	0,877	9,395
Aug. 1	Aug. 8	Posición corta cubierta	99,155	15,271	0,000	(19,824)	(13,186)
Aug.12	Aug.19	Nueva posición larga formada	29,44	15,405	28,837	0,000	(13,789)

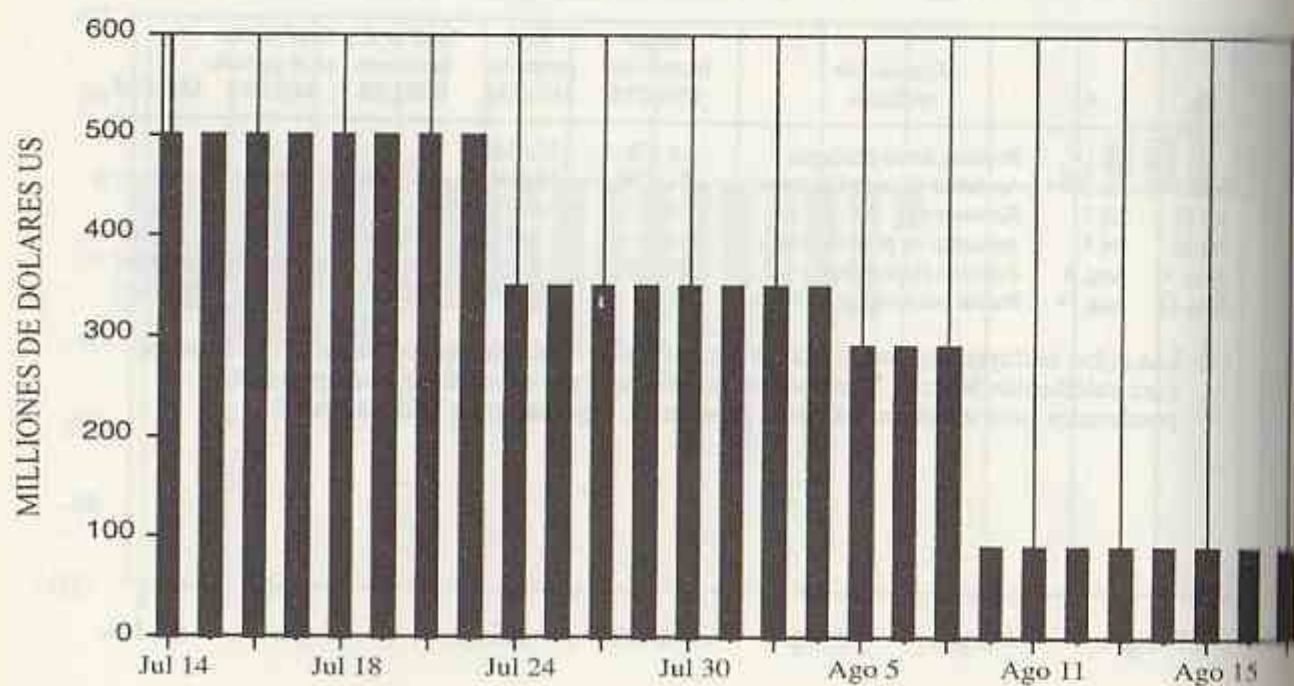
- (1) Las cifras incluyen las posiciones en contratos sobre Petróleo crudo Merc.N.Y. y Pétroleo para calefacción Merc.N.Y. por varios meses. Los precios indicados son promedios ponderados para todos los contratos pendientes, expresados en US\$ por barril.



MARCO ALEMAN  
(Contrato Setiembre)

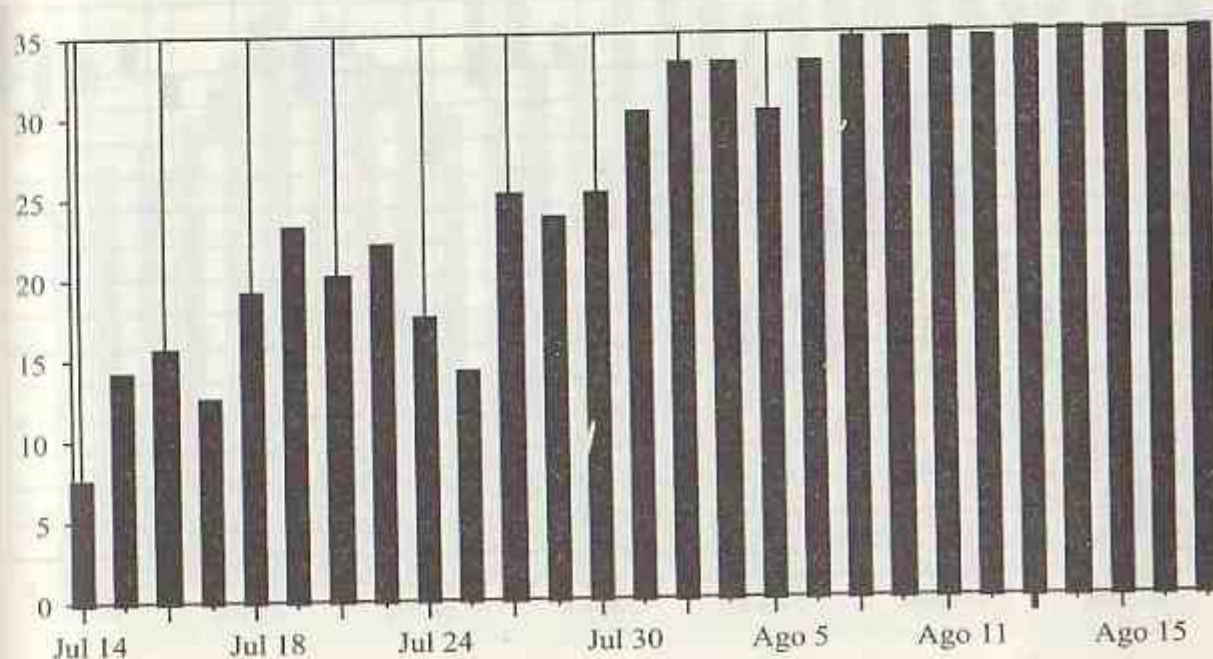


POSICIONES  
(Millones de US\$)





**GANANCIAS Y PERDIDAS SOBRE MARCO ALEMAN**  
(Millones de US\$)



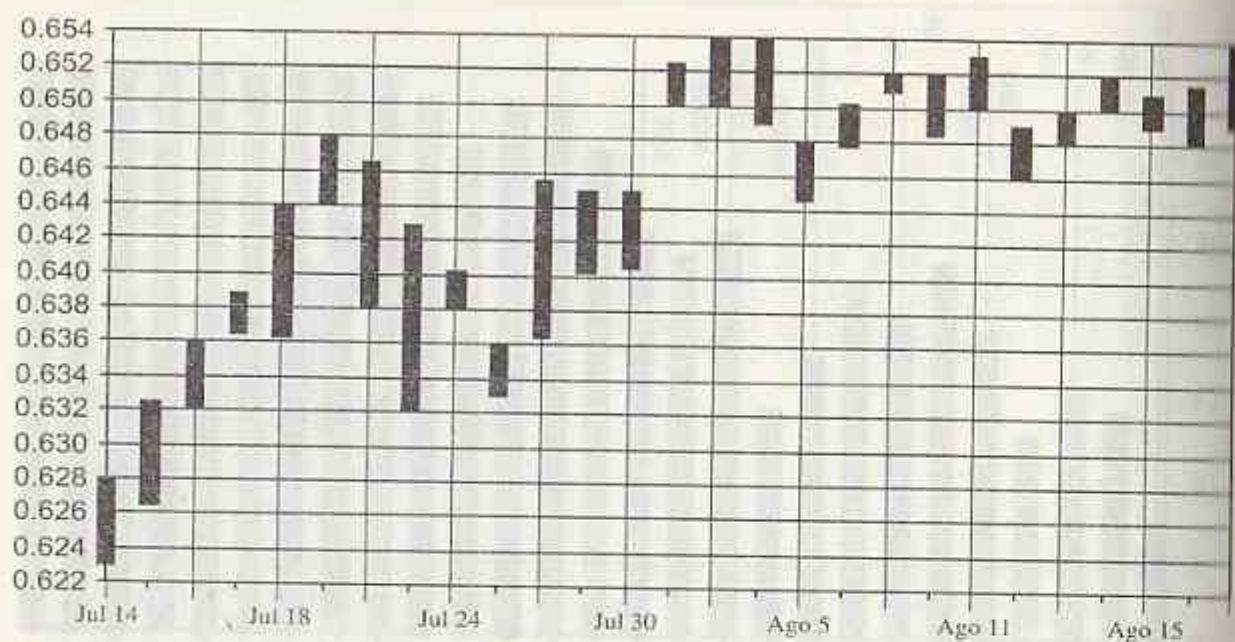
**Resumen de transacciones en Contratos de Futuros y "Forward"**  
**en Marcos alemanes(1)**

Fecha	Monto Transacción realizada	Precio transacción Mill.US\$	Total promedio US\$/1 DM	G&P sobre pendiente Mill.US	G&P totales transacciones Mill.US\$	Mill.US\$
Jul.14	Posición larga pendiente		0.4580	712,067		7,850
Jul.24	Dismin. posición larga	125,182	0.4692	598,683	2,990	17,100
Aug. 1	Dismin. posición larga	81,000	0.4809	530,133	3,857	32,100
Aug. 5	Dismin. posición larga	150,380	0.4784	84,431	16,131	33,980
Aug. 8	Dismin. posición larga	297,205	0.4843	84,431	16,131	33,986

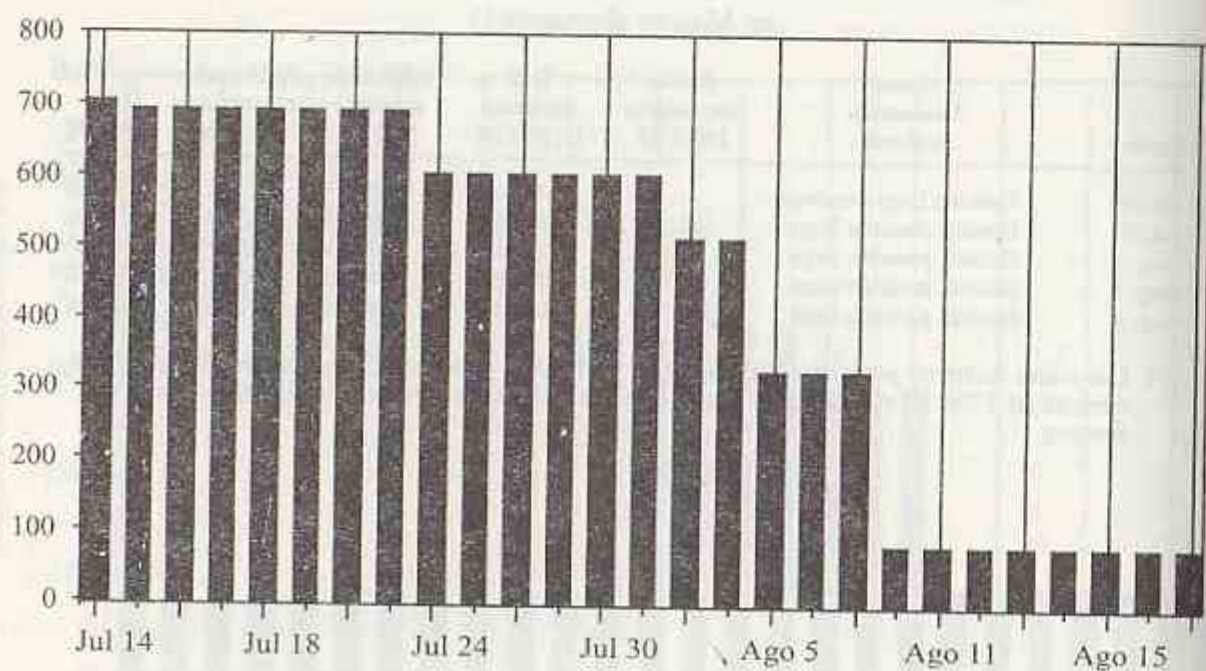
(1) Las cifras incluyen posiciones en contratos de futuros y "forward" en Marcos alemanes con vencim. el 17/9. Se supone que el precio de los cosntratos "forward" es igual al precio de futuros.



# YEN (Contrato Setiembre)

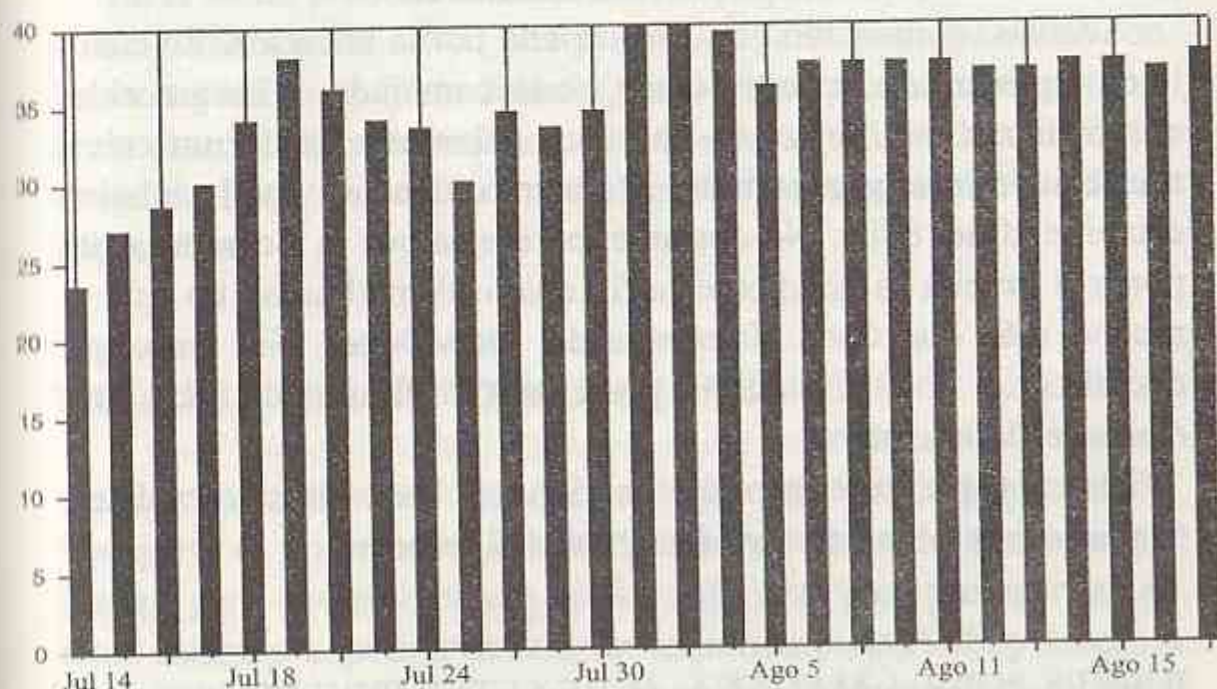


# POSICIONES (Millones de US\$)





# GANANCIAS Y PERDIDAS SOBRE YEN (Millones de US\$)



## Resumen de transacciones en Contratos de Futuros y "Forward" en Yen (1)

Fecha	Transacción realizada	Monto transacción Mil. US\$	Precio promedio US\$ S/100 yen	Total pendiente Mil. US\$	G&P sobre transacciones Mil. US\$	G&P totales Mil. US\$
Jul. 14	Posición larga pendiente		0,6122	486,666	16,742	23,534
Jul. 24	Dismin. posición larga	(132,040)	0,6408	364,170	5,215	53,178
Aug. 5	Dismin. posición larga	(99,870)	0,6458	269,812	3,140	35,747
Aug. 8	Dismin. posición larga	(188,307)	0,6507	83,977	8,382	38,161

(1) Las cifras incluyen posiciones en contratos de futuros y "forward" en Marcos alemanes con vencim. el 17/9. Se supone que el precio de los cosntratos "forward" es igual al precio de futuros.

grandes ganancias, se están comportando mediocrementemente. Creo que la responsable es la ley impositiva: el año próximo, la tasa sobre las ganancias de capital a largo plazo será más alta.

Además, el mercado está preocupado por la inflación. En cuanto a mi punto de vista estratégico, no ha cambiado: si las autoridades pudieran coordinar sus políticas, deberíamos tener un crecimiento continuo y contenido. Me siento alentado por la relativa estabilidad del dólar. No obstante, parecería que la Bolsa necesita poner a prueba la pendiente hacia abajo. Actualmente no espero mucho más que unos 40 puntos del Dow Jones. Sin embargo, decidí cortar por la mitad mis posiciones en futuros de S&P, para mantener la iniciativa.

El revés que experimenté en acciones y bonos japoneses causa perjuicios, pero no se puede hacer nada al respecto.

#### JUEVES POR LA MAÑANA, 11 DE SETIEMBRE DE 1986

He decidido desplazarme hacia una posición más neutra. Eso significa vender el resto de mis futuros de S&P, y tal vez incluso quedarme corto contra mis posiciones en acciones, o incrementar mi pequeña posición corta en bonos del gobierno. He decidido acortar el dólar, principalmente contra el marco alemán.

Preveo que la economía de los Estados Unidos demostrará firmeza en el tercer trimestre, y me informan que la economía alemana tuvo una fuerte aceleración en el segundo trimestre. Los Estados Unidos y Japón pusieron las bases de una reducción de común acuerdo de las tasas de interés, a cambio de una operación concertada para estabilizar el dólar, y creo que Alemania se adheriría, aunque fuera a regañadientes. Teniendo en cuenta esta firmeza momentánea, pienso que no se oprimirá el gatillo hasta que (y a menos que) un ataque renovado contra el dólar fuerce la mano de las autoridades. Para cubrirme contra esa posibilidad, he estado comprando marcos alemanes. Desde luego, podría perder con los marcos alemanes y los bonos



japoneses, si el dólar siguiera fortaleciéndose, pero considero que este riesgo es modesto.

En la Bolsa predominan crecientemente consideraciones impositivas. Estas son de difícil interpretación, pero creo que en su conjunto la presión se ejercerá hacia abajo en los próximos meses, creando el ambiente para una fuerte recuperación a fines de año. En los casos en que carezco de convicciones firmes, quiero reducir mi exposición.

### SABADO, 13 DE SETIEMBRE DE 1986

La disparada de los dos últimos días me tomó desprevenido. Completé el programa que había preparado antes de la abertura el jueves, pero obviamente eso no fue suficiente para proteger la cartera: estamos experimentando un importante revés. Soy reactivo a cualquier nueva movida, porque eso podría fácilmente acrecentar el perjuicio. Nuestra exposición no es excesiva; por ende, no necesito recomponer mis fuerzas en forma inmediata. Por otra parte, me queda muy poca munición para cualquier compromiso ulterior. Me propongo hacer lo menos posible. Esto ofrece un agudo contraste con la caída de julio/agosto, que logré capear con éxito. En cierto sentido, esa caída me puso fuera de combate. Cubrirme contra ella me agotó emocionalmente, y cuando llegó la caída más grave, me tomó dormido.

Visto en forma retrospectiva, debería haber comprendido que la ley de reforma impositiva podía dislocar el mercado, apareciendo en un momento en que este último, de todos modos, se estaba consolidando. El aliciente a vender primero y a recomprar después era prácticamente irresistible. Ahora la pregunta es: ¿en qué medida y con qué rapidez declinará el mercado? El tema a vigilar es el rescate de las cuotas de los fondos mutuos. No creo que la caída sea tan abierta como en julio: cualesquiera que sean los pisos que alcancemos en los próximos tres meses, abrirán el escenario para una firme

## El Experimento en tiempo real

### Septiembre 8, 1986

	<i>Cierre</i> 9/8/86	<i>% de cambio</i> <i>desde 9/5</i>		<i>Cierre</i> 9/8/86	<i>% de cambio</i> <i>desde 9/5</i>
DM	2.0630	+ .6	S&P 500	247.06	-.4
¥	154.60	+ .9	Bonos-T USA	97 <sup>21</sup> / <sub>32</sub>	+ .9
£	1.4812	-.2	Eurodólares	94.05	0
Oro	404.70	- 1.5	Petróleo crudo	14.88	- 4.7
			Bonos japoneses	104.01	-.3
Quantum Fund: capital accionario				\$ 1,586,000,000	
Valor de activos fijos por acción				\$ 10,269	
Cambio desde 12/31/84				-.3%	
Cambio desde 8/16/85				+ 135.5%	

### Estructura de la cartera (en millones de dólares)

<i>Posiciones de</i> <i>Inversión (1)</i>			<i>Cambio</i> <i>Neto</i> <i>(2)</i>	<i>Exposición neta</i> <i>a las divisas (6)</i>			<i>Cambio</i> <i>Neto</i> <i>(2)</i>
	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>desde</i> <i>9/8</i>		<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>desde</i> <i>9/8</i>
Acciones				Relac. con el DM	153		- 2+ 2
Acciones USA	1,098	(30)	- 89	Yen japonés	135		- 2
US Index				Libra esterlina	5		- 1
Futures	259		- 2	Dólar USA	1,293		- 5
Acciones				Otras divisas	277		+ 54
Extranjeras	673		+ 26				
Bonos (3)							
Gobierno USA							
Corto							
plazo (4)	1		- 7				
Largo							
plazo		(96)	- 96				
Japoneses (5)	2,377		+ 17				
Commodities							
Petróleo	96		+ 24				
Oro							

recuperación de fin de año, que según creo llevará los precios por encima de los niveles de hoy.



Septiembre 12, 1986

	Cierre 9/12/86	% de cambio desde 9/10		Cierre 9/12/86	% de cambio desde 9/10
DM	2.0597	+ .2	S&P 500	230.68	- 6.6
¥	155.30	- .5	Bonos-T USA	94 22/32	- 3.0
£	1.4772	- .3	Eurodólares	93.96	- .1
Oro	416.50	+ 2.9	Petróleo crudo	15.06	+ 1.2
			Bonos japoneses	103.05	- .9
Quantum Fund: capital accionario				\$ 1,484,000,000	
Valor de activos fijos por acción				\$ 9,610	
Cambio desde 12/31/84				- 6.4%	
Cambio desde 8/16/85				+ 120.4%	

Estructura de la cartera (en millones de dólares)

Posiciones de Inversión (1)			Cambio Neto (2) desde	Exposición neta a las divisas (6)			Cambio Neto (2) desde
	Largo	Corto	9/10		Largo	Corto	9/10
Acciones				Relac. con el DM	905		+ 752
Acciones USA	1,109	(42)	- 1	Yen japonés	355		+ 220
US Index				Libra esterlina	3		- 2
Futures	55		- 204	Dólar USA	221		- 1,072
Acciones				Otras divisas	249		- 28
Extranjeras	629		- 44				
Bonos (3)							
Gobierno USA							
Corto							
plazo (4)			- 1				
Largo							
plazo			+ 96				
Japoneses (5)	2,348		- 29				
Commodities							
Petróleo	97		+ 1				
Oro							

DOMINGO, 28 DE SETIEMBRE DE 1986

Ahora, cuando los mercados han recuperado una cierta estabilidad, puedo hacer un balance de mis reflexiones y establecer una estrategia a largo plazo. El principal problema que enfrento consiste en

## El Experimento en tiempo real

### Septiembre 26, 1986

	<i>Cierre</i> 9/26/86	<i>% de cambio</i> desde 9/12		<i>Cierre</i> 9/26/86	<i>% de cambio</i> desde 9/12
DM	2.0530	+ .3	S&P 500	232.33	+ .7
¥	154.60	+ .5	Bonos-T USA	95 <sup>21</sup> / <sub>32</sub>	+ 1.0
£	1.4360	- 2.8	Eurodólares	94.01	+ .1
Oro	427.20	+ 2.6	Petróleo crudo	14.43	- 4.2
			Bonos japoneses	103.36	+ .3
Quantum Fund: capital accionario			\$ 1,503,000,000		
Valor de activos fijos por acción			\$ 9,728		
Cambio desde 12/31/84			+ 1.2%		
Cambio desde 8/16/85			+ 123.1%		

### Estructura de la cartera (en millones de dólares)

<i>Posiciones de</i> <i>Inversión (1)</i>			<i>Cambio</i> <i>Neto</i> <i>(2)</i> <i>desde</i>	<i>Exposición neta</i> <i>a las divisas (6)</i>			<i>Cambio</i> <i>Neto</i> <i>(2)</i> <i>desde</i>
	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>9/12</i>		<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>9/12</i>
Acciones				Relac. con el DM	795		+ 310
Acciones USA	1,071	(53)	- 49	Yen japonés	549		+ 390
US Index				Libra esterlina		(25)	- 4
Futures		(275)	- 330	Dólar USA	159		- 585
Acciones				Otras divisas	202		+ 54
Extranjeras	623		- 6				
Bonos (3)							
Gobierno USA							
Corto							
plazo (4)							
Largo							
plazo		(180)	- 180				
Japoneses (5)	1,986		- 362				
Commodities							
Petróleo		94	- 3				
Oro							

saber si la configuración que llamé la Edad de Oro del Capitalismo sigue funcionando, o si estamos en transición hacia otra fase. En este último caso, ¿cuál será la próxima configuración? El interrogante es muy similar al que me plantee al comenzar el experimento en tiempo real: ¿cuál será el desenlace del Círculo Imperial? Es



indudable que podría formular la pregunta de otra manera: la Edad de Oro del Capitalismo ¿es un fenómeno perdurable, o meramente un recurso transitorio que se ha agotado?

Muchos signos apuntan hacia la última alternativa. Mencionaré tan sólo unos pocos: el empinamiento de la curva de rendimientos; la suba del oro, y la confusión en el Grupo de los Cinco. También la Bolsa muestra signos de un techo fundamental, aunque no ha alcanzado por completo el estado de euforia que se podría esperar del mercado alcista de toda una vida; en otras palabras, la burbuja aún no está madura para estallar. De hecho, ése es el principal motivo por el cual fui tan reacio a reconocer que se trataba de una llegada al techo, y preferí pensar en términos de una corrección técnica.

No es de ningún modo seguro que el mercado alcista haya concluido, pero la caída ha sido demasiado grave para considerarla como una parte de un mercado alcista en desarrollo. Será mejor declarar que la fase que denominé la Edad de Oro del Capitalismo ha quedado completada, y conviene tratar de identificar la fase siguiente. Aunque terminara por ser una nueva fase del mercado alcista de toda una vida, esa fase está destinada a presentar tantos rasgos distintos que se justificaría darle otro nombre. En la actualidad, estoy poco seguro sobre la forma en que se desarrollará la situación. Al declarar que se trata de una fase nueva, aunque termine por ser una continuación de la anterior, evito quedar congelado en un molde inadecuado, y me obligo a mantener un estado mental abierto. Es muy pronto para llegar a conclusiones definidas.

La fase anterior se basaba en la cooperación internacional, que ha hecho posible un descenso controlado del dólar y una reducción coordinada de las tasas de interés.

La economía mundial se mantuvo poco activa, de tal modo que la estimulación monetaria llevó a un gran mercado alcista en los activos financieros. La creciente disparidad entre la economía real y la monetaria generó tensiones que amenazan minar la cooperación internacional, y exigen un nuevo punto de partida, si se quiere evitar una caída. Por desgracia, no hay signos de nuevas iniciativas



en materia de política económica: sólo se ven disputas. Es muy pronto para predecir de qué manera se resolverá este callejón sin salida. Advierto tres posibilidades fundamentales:

1. Continuar con el embrollo. Finalmente, la curva en J comienza a funcionar, impulsando en cierta medida la economía de los Estados Unidos, al mismo tiempo que debilita a nuestros principales socios comerciales. La economía mundial sigue poco activa, y la política monetaria se adapta a esa situación. Cuando se vuelva claro que se ha evitado la desintegración del sistema financiero y del comercio internacional, la confianza volverá y la enorme liquidez acumulada se invertirá de nuevo en activos financieros. Si así fuera, podríamos asistir todavía al mercado alcista de toda una vida.
2. Un círculo vicioso. Una economía débil y un dólar débil se refuerzan mutuamente, generando tasas de interés más elevadas y mayores déficit presupuestarios. El proteccionismo se impone y provoca represalias, que incluyen el repudio de las deudas.
3. Nuevas iniciativas de política económica. Bajo la presión de los mercados financieros (un dólar que cae, bonos y mercados accionarios en declinación, y precios del oro en ascenso) las autoridades se ponen a actuar en forma conjunta. Se estabiliza el dólar, al mismo tiempo que hay otra ronda de reducciones de la tasa de interés. Los Estados Unidos y la Unión Soviética se ponen de acuerdo sobre un pacto de desarme, lo cual permite recortar el presupuesto militar. Se reconoce la deuda internacional como un problema político, y se dan pasos para estimular las economías de los países menos desarrollados.

Como la aparición de un círculo vicioso está destinada a provocar una reacción en materia de políticas económicas, podemos distinguir entre dos alternativas principales: continuar con el embrollo y el círculo vicioso, por una parte, seguido por nuevas iniciativas de política económica, por la otra. Es probable que el curso real de los acontecimientos combine elementos de ambas alternativas. Cualquiera que sea el camino que se emprenda, probablemente los mercados financieros quedarán bajo presión en el próximo futuro.



Después de la reunión de la OPEP, aposté que la disputa entre los Estados Unidos y Alemania se solucionaría, y que el embrollo continuaría. En fecha reciente, comencé a cubrir mi apuesta. No obstante, el desenlace de la última reunión del Grupo de los Cinco demostró que estaba equivocado. Pienso reaccionar vigorosamente ante esta situación.

Puedo comprender la forma en que se llegó a esta situación sin salida. Baker necesitaba un chivo expiatorio, y los alemanes se negaron a desempeñar ese papel. Los elementos de un arreglo eran visibles con claridad: un compromiso de los Estados Unidos de estabilizar el dólar, a cambio de un compromiso alemán de bajar las tasas de interés. Tengo la impresión de que fue Baker quien se echó atrás. En tal caso, revelaría la debilidad de su posición: no puede aceptar la estabilización del dólar antes de las elecciones de noviembre, porque no tiene nada que ofrecer para rechazar las presiones proteccionistas.

Hay mucho tiempo hasta las elecciones para que los mercados financieros obtengan una respuesta más adecuada en materia de política económica. Me propongo hacer mi parte: mi plan consiste en aumentar en \$ 500 millones mi posición en marcos alemanes, llevar mis posiciones cortas en bonos del gobierno de \$ 100 millones a \$ 500 millones, y mis posiciones cortas en futuros indexados en acciones de \$ 275 millones a \$ 750 millones. También quiero \$ 150 millones de oro en posiciones largas. La pendiente hacia abajo parece más abierta que hace tan sólo unas pocas semanas atrás: en el momento en que se solucionen los desacuerdos en cuanto a la política económica, es muy posible que esté en camino un círculo vicioso.

VIERNES POR LA TARDE, 1º DE OCTUBRE DE 1986

Un error táctico lleva a otro: todo lo que hice el lunes, salvo la compra de marcos alemanes, fue erróneo. No minimizo la importancia de la reunión antes de la Cumbre, anunciada ayer, pero debo tener cuidado de no embarcarme en un círculo vicioso propio. Por el



## El Experimento en tiempo real

**Octubre 1, 1986**

	<i>Cierre 10/1/86</i>	<i>% de cambio desde 9/26</i>		<i>Cierre 10/1/86</i>	<i>% de cambio desde 9/26</i>
DM	2.0175	+ 1.7	S&P 500	233.60	+ 6
¥	153.85	+ .5	Bonos-T USA	96 <sup>22</sup> / <sub>32</sub>	+ 1.1
£	1.4450	+ .6	Eurodólares	94.03	0
Oro	425.20	- .5	Petróleo crudo	15.16	+ 5.1
			Bonos japoneses	103.02	- .3

Quantum Fund: capital accionario \$ 1,511,000,000

Valor de activos fijos por acción \$ 9,562

Cambio desde 12/31/84 - 1.7%

Cambio desde 8/16/85 + 119.3%

### Estructura de la cartera (en millones de dólares)

<i>Posiciones de Inversión (1)</i>			<i>Cambio Neto (2)</i>	<i>Exposición neta a las divisas (6)</i>			<i>Cambio Neto (2)</i>
	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>desde 9/26</i>		<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>desde 9/26</i>
Acciones				Relac. con el DM	1,415		+ 425
Acciones USA	1,014	(83)	- 87	Yen japonés	282		- 13
US Index				Libra esterlina	1		+ 11
Futures		(575)	- 300	Dólar USA		(187)	- 415
Acciones				Otras divisas	240		+ 2
Extranjeras	635		+ 12				
Bonos (3)							
Gobierno USA							
Corto							
plazo (4)							
Largo							
plazo		(466)	- 286				
Japoneses (5)	1,987		+ 1				
Commodities							
Petróleo	99		+ 5				
Oro	150		+ 150				

momento, me quedaré quieto. Si bien he perdido dinero en llegar hasta allí, creo que mi cartera está razonablemente bien equilibrada. Si así fuera, estaría dispuesto a asistir como espectador a una recuperación de las acciones y los bonos, especialmente porque me voy a China por un mes.



## MIERCOLES, 22 DE OCTUBRE DE 1986

Acorté mi viaje a China, porque estaba preocupado por los valores japoneses de mi cartera. Ahora he regresado a New York, después de pasar un día en Tokio.

La declinación del mercado accionario japonés se convirtió en una verdadera fuga desordenada en estos últimos días. El mercado en su conjunto bajó en un 15%, pero las acciones que compré, todas relacionadas con la propiedad inmueble, cayeron un 25-40% con respecto a sus techos recientes. También se ha debilitado el mercado de bonos, donde tengo una gran exposición.

Ahora que me he puesto a examinarlo, comprendo lo que está ocurriendo.

La valorización del yen ha ido demasiado lejos: el Japón está perdiendo posiciones frente a los países recién industrializados de la Cuenca del Pacífico, y sus empresas de exportación están muy malheridas. Una política de dinero barato no es suficiente para enfrentar la situación; en los hechos, se ha vuelto contraproducente, al engendrar un auge especulativo que está destinado a terminar en un derrumbe. Como las autoridades han reconocido esta situación, han decidido mitigar la presión alcista sobre el yen alentando activamente las salidas de capital, en lugar de reducir aún más las tasas de interés. Esta medida tuvo éxito, el yen se estabilizó y el mercado se derrumbó.

De este modo, me he convertido en participante activo en una de las secuencias clásicas de auge y derrumbe en la historia, y no logré zafar a tiempo. Ahora estoy gravemente comprometido. Es evidente que debería salir del mercado, pero ¿cómo y cuándo? No sé qué hacer, porque mi conocimiento del mercado japonés es sumamente limitado. Supongo que deberé pagar un alto precio por mi ignorancia.

Encuentro algo embarazoso verme atrapado en el derrumbe más importante de toda una vida, mientras escribía sobre el auge de toda una vida. Pero es lo que ha ocurrido. Creo que el colapso del mer-

## El Experimento en tiempo real

**Octubre 21, 1986**

	<i>Cierre 10/1/86</i>	<i>% de cambio desde 9/26</i>		<i>Cierre 10/1/86</i>	<i>% de cambio desde 9/26</i>
DM	1,9845	+ 1.6	S&P 500	235.88	+ 1.0
¥	155.10	- .8	Bonos-T USA	94 <sup>22</sup> / <sub>32</sub>	- 2.1
£	1.4340	- .8	Eurodólares	93.92	- .1
Oro	425.20	0	Petróleo crudo	15.19	+ .2
			Bonos japoneses	101.35	- 1.6

Quantum Fund: capital accionario \$ 1,488,000,000

Valor de activos fijos por acción \$ 9,422

Cambio desde 12/31/84 - 1.5%

Cambio desde 8/16/85 + 116.1%

### Estructura de la cartera (en millones de dólares)

<i>Posiciones de Inversión (1)</i>			<i>Cambio Neto (2) desde</i>	<i>Exposición neta a las divisas (6)</i>			<i>Cambio Neto (2) desde</i>
	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>10/1</i>		<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>10/1</i>
Acciones				Relac. con el DM	1,316		- 99
Acciones USA	1,104	(108)	+ 65	Yen japonés		(104)	- 386
US Index				Libra esterlina	3		+ 2
Futures		(579)	- 4	Dólar USA	273		+ 460
Acciones				Otras divisas	235		- 5
Extranjeras	572		- 63				
Bonos (3)							
Gobierno USA							
Corto							
plazo (4)							
Largo							
plazo							
Japoneses (5)	1,607	(466)	- 380				
Commodities							
Petróleo	102		+ 3				
Oro	122		- 28				

cado de valores del Japón demostrará ser uno de los hitos de la historia financiera contemporánea. Se parece más de cerca a un crack clásico que cualquier acontecimiento que podamos presenciar en nuestro propio mercado. El mercado japonés ha sido groseramente sobreestimado, y la complacencia se ha generalizado, como lo ates-



tigua mi propio comportamiento. El gobernador Satoshi Sumita, del Banco del Japón, formuló repetidas advertencias, pero el mercado no las tuvo en cuenta. Ahora me entero que ciertos trusts garantizaban verbalmente retornos del 9% a los inversores: una política errónea, por decir poco. Debería haber advertido estas señales de excesos especulativos, pero no lo hice, indebidamente,

Mi única excusa es que no tengo una presencia permanente en el Japón: había realizado mi incursión anterior quince años antes. En esa época, era un *broker* que asesoraba a inversores extranjeros; como consecuencia, conocía las pistas internas, y salí ileso. Ahora soy un inversor extranjero, y mi destino es el que corresponde típicamente a un inversor ocasional proveniente del exterior, atraído por un auge: compré en un mercado en alza, y tendré que vender en otro en baja; después de haber logrado un gran beneficio en el papel, terminaré con una pérdida real.

La tesis que me atrajo hacia el Japón ya no es válida, porque se basaba en una excesiva liquidez, que generó un auge inmobiliario, así como otro en la Bolsa. Las acciones ferroviarias, que habían quedado estáticas desde el último auge en 1973, se vendían por una fracción del valor de sus activos. Las compañías ferroviarias tienen una forma propia de acumular activos sin mostrar ganancias: como la tasa de retorno sobre las propiedades inmuebles comerciales es tradicionalmente menor que la tasa de interés, pueden ocultar sus ganancias tomando dinero a préstamo e invirtiéndolo en propiedades inmobiliarias adicionales. De este modo, disfrutaban de un crecimiento físico, así como de un aumento de precio de sus valores inmobiliarios. La mosca en la leche es que los accionistas no obtienen ninguno de los beneficios: las compañías ferroviarias son reguladas, y si quieren obtener un aumento en las tasas no pueden elevar sus dividendos.

Pero se advierten cambios en el aire. La compañía ferroviaria nacional se está convirtiendo en una empresa privada, y necesita mostrar mejores ganancias para ser vendible al público. Por otro lado, se necesita estimular el ritmo del desarrollo de la propiedad si



se quiere estimular la demanda interna. Esto significa que las compañías ferroviarias necesitan financiamiento externo. Como consecuencia, tanto las compañías como sus *underwriters* tienen interés en que los precios de sus acciones aumenten y, de hecho, han emitido en su mayor parte bonos con *warrants* a precios en alza. Los inversores extranjeros fueron los primeros en reconocer esta tesis reflexiva, pero para convalidarla los inversores internos debían seguir el mismo camino. Eso es lo que estaba comenzando a ocurrir: al comienzo del nuevo año fiscal (1° de octubre) los trusts recién formados (que estaban garantizando un retorno del 9% a los inversores) empujaron las acciones inmobiliarias a topes nunca vistos, con volúmenes récord. Tal como se vio después, ésa fue la culminación de las compras.

La caída en New York originó rescates para el Fidelity International Investment Trust, que estaba fuertemente invertido en acciones japonesas del sector inmobiliario, y esa firma se vio obligada a vender sus valores en el Japón. En ese momento estaba al tanto de tal evolución, y me proponía aliviarme en la próxima reacción; pero ésta nunca se produjo, y la declinación se convirtió en una desbandada. Lo que no capté fue el cambio de la política del gobierno japonés, que se dedicó a fomentar las exportaciones de capitales. Debería haber tenido en cuenta estas indicaciones, a partir del hecho de que el yen se estaba estabilizando, pero fui complaciente. Para eso no hay excusas.

Ahora la tesis reflexiva ha comenzado a funcionar al revés. Probablemente los mismos factores que desinflaron la Bolsa desacelerarán el auge inmobiliario. Aunque habrá un gran aumento de la construcción, es probable que la fuerte elevación de los precios de la tierra ya haya pasado. Ese es el motivo por el cual debo salir de mis posiciones de la mejor manera posible.

Debo tener gran cuidado de no agravar mi error reaccionando emocionalmente. Las coberturas que hice antes de mi partida no me protegieron contra el desastre en el Japón; en realidad, me costaron dinero. Puedo absorber mis pérdidas japonesas; pero si las combino



con otras pérdidas, podría resultar seriamente perjudicado. Pero tampoco me puedo quedar quieto. Debo adaptarme a las cambiantes circunstancias. ¿Cuáles son?

En primer lugar, el yen parece hacer llegado a un tope, y no me sorprendería que bajara, digamos, un 10%. Los flujos de capitales hacia el exterior exceden en mucho el superávit en la cuenta corriente, y el yen ha quedado en equilibrio en estos dos últimos meses tan sólo porque una gran parte de las transacciones de capital ha sido objeto de operaciones de cobertura. A medida que los participantes en el mercado ganen confianza en que el pico del yen ha pasado, pueden estar más dispuestos a mantener dólares en su poder, originando una inversión de la tendencia. Sin embargo, es improbable que el gobierno permita que una declinación del yen vaya demasiado lejos, por temor a las consecuencias políticas.

Ayer vendí todos mis yenes, y tengo la intención de mantener en posiciones cortas la mitad, aproximadamente, de mis posiciones largas en marcos alemanes. Si esta divisa no se debilitara en simpatía con el yen, podría incluso aumentar mis posiciones largas en marcos, la mitad contra dólares, la otra mitad contra yenes. Al mismo tiempo, estoy reduciendo a la mitad mis posiciones largas en oro hasta que pueda avizorar el panorama con mayor claridad.

También he vendido un 20% de mis bonos japoneses, simplemente para lograr una cierta flexibilidad, pero pienso que sería un error liquidar mis posiciones a los precios deprimidos actuales. Los rendimientos han subido unos 50-70 puntos básicos. Contrariamente a lo que ocurrió en ocasiones anteriores, es probable que el gobierno se resista a dar un nuevo respaldo a las tasas de interés, especialmente si la Bolsa continúa declinando y el yen se debilita.

Por el mismo motivo, mis posiciones cortas en bonos U.S. tienen menos sentido que hace unas pocas semanas: es probable que los inversores japoneses se presenten en masa a la próxima licitación. En ese momento, se hará sentir plenamente el efecto del acuerdo de la OPEP, y en tal ocasión me propongo cubrir mis posiciones cortas, e incluso convertirlas en largas.



En la actualidad, mi cartera de acciones norteamericanas parece razonablemente bien cubierta, y me siento feliz de mantenerla así. Me inclino por las posiciones cortas, pero me contengo, para no agravar mis errores. Vacilo menos en tomar ganancias sobre las acciones inmobiliarias de Hong Kong, que actualmente han tocado techo, en gran parte como resultado de compras japonesas.

Me sentiré igualmente feliz de vender mis contratos petroleros en la segunda mitad de noviembre, cuando venzan. En realidad, me preparo para vender corto a precios más altos, pasando a posiciones largas en enero y cortas en marzo, prácticamente al mismo precio. Espero que el descuento se amplíe a medida que el precio suba.

Ahora estoy convencido de que el mercado alcista más importante de toda una vida ya pertenece a la historia. Puede haber todavía llamaradas ocasionales de actividad especulativa, más dudosas que nunca, pero su impulso fundamental se ha agotado. La ciega confianza que constituye un ingrediente esencial de un mercado alcista maduro no puede restablecerse de un momento a otro. La baja ha sido menos espectacular de lo que se habría podido esperar en un mercado alcista de toda una vida muy importante, si bien ha habido un clímax clásico en Italia, Francia y ahora Japón. El punto más cercano a un clímax al cual llegamos en los Estados Unidos fue la corrida momentánea para rescatar los fondos mutuos en setiembre. Me siento bastante en ridículo por no haber sido capaz de reconocer estos signos. La realidad es que el mercado alcista fue cortado en seco por las autoridades monetarias antes de que pudiera alcanzar su pleno desarrollo. Aún pueden bajar las tasas de interés, pero el efecto ya no será el mismo. El mercado alcista se basó en la fuga desde los activos físicos hacia los monetarios; es probable que una mayor estimulación monetaria engendre una fuga hacia la liquidez, incluyendo el oro.

En la actualidad, hay un momento de calma temporaria; la OPEP ha quedado pacificada, pero sin bases sólidas; los tipos de cambio han sido estabilizados, pero sin una cooperación internacional apropiada; la economía estadounidense disfruta de un respiro transitorio antes de que la reforma impositiva entre en vigor, y el mercado de



valores es mantenido a flote por transacciones que se deben cerrar antes de que finalice el año, por la misma razón. ¿Qué nos traerá el próximo año?

SABADO, 25 DE OCTUBRE DE 1986

Logré vender \$ 750 millones de yenes corto antes de que esa moneda se derrumbara. Cuando el marco alemán no pudo resistir el ascenso del dólar, reduje mi posición en esa divisa a \$ 750 millones. Ahora estoy plenamente cubierto, largo en marcos alemanes y corto en yenes. No gané nada con esa maniobra, pero evité tener que devolver mis ganancias.

Intenté también descargar la mitad de mis posiciones en acciones japonesas durante la primera recuperación, pero fracasé; el *broker* japonés dio marcha atrás respecto de su compromiso, y tomó sólo la mitad del monto al cual se había comprometido, igual a una octava parte de mi exposición total. Lo peor de todo es que ahora conoce mis intenciones. Este va a ser un negocio sanginario.

Comienzo a sentirme incómodo con mis bonos U.S. y con los futuros de S&P. Al producirse la recuperación del dólar, el impulso contra las tasas de interés más elevadas se está debilitando, y si los bonos se recuperaran, los futuros de S&P podrían irse cuesta abajo. Ahora todos esperan que los japoneses compren el reintegro del bono gubernativo de octubre; por ende, es necesario que actúe antes. El martes próximo se abre una licitación de un bono de 7 años: ése es el momento de actuar. Puedo comenzar a vender o a reducir mis posiciones largas durante la recuperación que, según creo, será la consecuencia de una licitación que tenga éxito.

Actualmente, predominan en la bolsa el *trading* programado y los esquemas de los seguros de carteras. Tales esquemas son fundamentalmente defectuosos. Aseguran virtualmente una pérdida a cambio de una paz de la conciencia en un mercado que declina. Sólo si la declinación prosiguiera, o si el inversor tuviera la fuerza de carácter necesaria para desprenderse de la cobertura en un mercado



## El Experimento en tiempo real

**Octubre 24, 1986**

	<i>Cierre</i> <i>10/24/86</i>	<i>% de cambio</i> <i>desde 10/21</i>		<i>Cierre</i> <i>10/24/86</i>	<i>% de cambio</i> <i>desde 10/21</i>
DM	2.0355	- 2.6	S&P 500	235.26	+ 1.0
¥	161.7	- 4.3	Bonos-T USA	95 <sup>29</sup> / <sub>32</sub>	+ 1.3
£	1.413	- 1.5	Eurodólares	93.99	+ .1
Oro	407.5	- 4.2	Petróleo crudo	15.02	- 1.1
			Bonos japoneses	101.95	+ .6

Quantum Fund: capital accionario	\$ 1,455,000,000
Valor de activos fijos por acción	\$ 9,214
Cambio desde 12/31/84	- 2.2%
Cambio desde 8/16/85	+ 111.3%

**Estructura de la cartera (en millones de dólares)**

<i>Posiciones de</i> <i>Inversión (1)</i>	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>Cambio</i> <i>Neto</i> <i>(2)</i> <i>desde</i> <i>10/21</i>	<i>Exposición neta</i> <i>a las divisas (6)</i>	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>Cambio</i> <i>Neto</i> <i>(2)</i> <i>desde</i> <i>10/21</i>
Acciones				Relac. con el DM	792		- 524
Acciones USA	1,069	(123)	- 50	Yen japonés		(735)	- 631
US Index				Libra esterlina	2		- 1
Futures		(675)	- 96	Dólar USA	1,396		+ 1,123
Acciones				Otras divisas	216		- 19
Extranjeras	523		- 49				
Bonos (3)							
Gobierno USA							
Corto							
plazo (4)							
Largo							
plazo		(465)	+ 1				
Japoneses (5)	1,234		- 373				
Commodities							
Petróleo	99		- 3				
Oro	80		- 42				

débil -lo cual es improbable, pues de otro modo no habría comprado un seguro de cartera, para empezar- podría realizar una ganancia. La expresión misma *seguro de cartera* es una falsa metáfora, pues se basa en una analogía con un seguro de vida; pero la muerte es segura, en tanto que un crack no lo es.



Una recuperación de la Bolsa pondría en evidencia el defecto de los seguros de cartera; más tarde, el mercado se encontraría en una mejor posición para declinar. Preveo que tal declinación se producirá después de la próxima reducción de las tasas de interés a corto plazo. Mientras tanto, el mercado accionario podría poner nuevamente a prueba su pico reciente. En igualdad de las demás condiciones, debería haber una firme recuperación de fin de año a causa de todas las ventas inducidas por razones impositivas que lo precederán. Desde luego, también las elecciones de noviembre afectarán el mercado, pero no sé de qué manera.

#### SABADO, 1° DE NOVIEMBRE DE 1986

Fue una semana ajetreada, difícil. Comenzó con un colapso de los precios del petróleo, debido a la decisión saudita de concertar nuevas transacciones de reintegros netos (*net-back*). Logré liquidar la mayor parte de mis tenencias en petróleo crudo antes de la caída, pero esa baja volvió más costoso ejecutar el resto de mi plan. No obstante, el martes por la tarde había cubierto la mitad de mis posiciones cortas en acciones indexadas, y había pasado de estar corto en \$ 500 millones de bonos U.S. a \$ 800 millones de posiciones largas. Pero la licitación del bono a 7 años no anduvo bien -debo haber sido el mayor comprador- y el martes por la noche estaba perdiendo en todos los frentes.

Luego se produjeron dos acontecimientos inesperados: el despido del Sheik Yamani como ministro saudita de petróleo, y la información de que la tasa de descuento japonesa sería reducida. De pronto mi situación se volvió mucho más brillante. Aproveché la oportunidad para reducir mis tenencias en acciones inmobiliarias japonesas, y las aumenté en bonos U.S. Aumenté igualmente mis posiciones cruzadas -largas en marcos alemanes, cortas en yenes- hasta \$ 1.000 millones. Compré también \$ 250 millones más de marcos alemanes, lo cual me permitió tener una modesta posición corta neta en dólares.



# El Experimento en tiempo real

Octubre 24, 1986

	Cierre 10/24/86	% de cambio desde 10/21		Cierre 10/24/86	% de cambio desde 10/21
DM	2.0661	- 1.5	S&P 500	243.98	+ 2.4
¥	163.25	- 1.0	Bonos-T USA	98 <sup>3</sup> / <sub>32</sub>	+ 2.3
£	1.4065	- .5	Eurodólares	94.11	+ .1
Oro	403.60	- 1.0	Petróleo crudo	15.27	+ 1.7
			Bonos japoneses	102.96	+ 1.0

Quantum Fund: capital accionario	\$ 1,469,000,000
Valor de activos fijos por acción	\$ 9,296
Cambio desde 12/31/84	+ .9%
Cambio desde 8/16/85	+ 113.2%

## Estructura de la cartera (en millones de dólares)

Posiciones de Inversión (1)	Cambio Neto (2)			Exposición neta a las divisas (6)	Cambio Neto (2)		
	Largo	Corto	desde 10/24		Largo	Corto	desde 10/24
Acciones				Relac. con el DM	1,280		+ 488
Acciones USA	1,015	(99)	- 30	Yen japonés		(955)	- 220
US Index				Libra esterlina	3		+ 1
Futures		(327)	+ 348	Dólar USA	1,141		- 255
Acciones				Otras divisas	201		- 15
Extranjeras	460		- 63				
Bonos (3)							
Gobierno USA							
Corto							
plazo (4)							
Largo							
plazo	1,073		+ 1,538				
Japoneses (5)	1,232		- 2				
Commodities							
Petróleo		(28)	- 127				
Oro	79		- 1				

Mi compra adicional de bonos U.S. resultó ser altamente inoportuna, porque el petróleo se recuperó fuertemente después de que el nuevo ministro saudita convocó a una reunión de emergencia del comité de precios de la OPEP. La situación es extremadamente confusa, pero prevalece la opinión de que el cambio representa una vic-



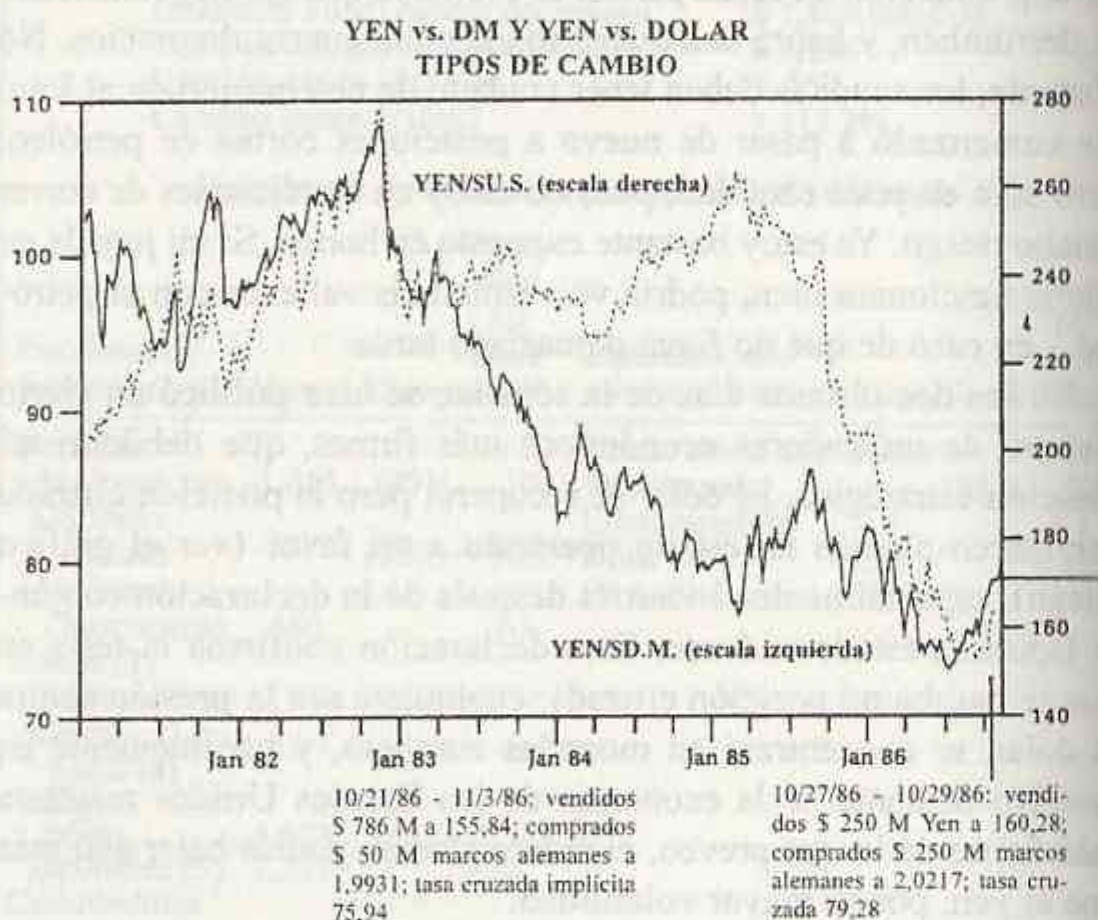
toria para el Irán, y que los sauditas elevarán los precios aunque eso signifique vender menos petróleo. Mi punto de vista es diferente, pero aún no tengo plena confianza en él. En mi opinión, los sauditas declararán públicamente que el precio del petróleo debe ser fijado en \$ 18, pero no abandonarán sus transacciones de reintegros netos, y seguirán peleando duramente por una mayor porción del mercado. Como es imposible mantener el petróleo a \$ 18 sin reducir la producción en todas partes, es probable que las negociaciones se derrumben, y habrá una nueva ronda en la guerra de precios. No obstante, los sauditas deben tener cuidado de no encolerizar al Irán. He comenzado a pasar de nuevo a posiciones cortas en petróleo, pero sólo en poca cantidad, pues no estoy en condiciones de correr mucho riesgo. Ya estoy bastante expuesto en bonos. Si mi jugada en bonos funcionara bien, podría volverse más valiente con el petróleo... en caso de que no fuera demasiado tarde.

En los dos últimos días de la semana, se hizo público un cierto número de indicadores económicos más firmes, que debilitan mi posición estratégica. El dólar se recuperó, pero la posición cruzada yen/marco alemán ha estado operando a mi favor (ver el gráfico anexo), especialmente el viernes después de la declaración conjunta japonesa-estadounidense. Esta declaración confirma la tesis en que se basaba mi posición cruzada: cualquiera sea la presión contra el dólar, se concentrará en monedas europeas, y posiblemente en oro. No obstante, si la economía de los Estados Unidos resultara más fuerte de lo que preveo, el marco alemán podría bajar aún más que el yen, por su mayor volatilidad.

En consecuencia, la situación no carece de riesgos; pero no pienso que el dólar pueda fortalecerse mucho más. Mi riesgo principal es en bonos y en aquello que se ha convertido en una posición cruzada: bonos largos, acciones indexadas cortas. No me siento preocupado indebidamente por las estadísticas económicas, porque confirman meramente una recuperación transitoria antes de la reforma impositiva; estoy dispuesto a tomar posiciones en petróleo; mi preocupación principal gira alrededor de la elección el martes próximo,



cuyo impacto no puedo evaluar. El problema consiste en que mi tolerancia a las pérdidas se ha visto reducida por las pérdidas que ya he experimentado, tanto en mis manipulaciones macro -la cobertura que tomé antes de mi viaje a China resultó sumamente costosa- como en mi cartera de inversiones, que continúa desenredándose. Como consecuencia de toda esta situación, me siento nervioso y algo sobreexpuesto.



**SABADO, 8 DE NOVIEMBRE DE 1986**

La jugada con la licitación de bonos del gobierno no salió bien: la ganancia inicial se convirtió en una pérdida. Para limitarla, recorté mi posición. Las noticias acerca del petróleo fueron contradictorias, y decidí mirar el panorama desde afuera; al mismo tiempo, me retiré también del oro. Lo único que tengo ahora es una posición cruzada



Fase 2: julio 1986 - noviembre 1986

**Noviembre 7, 1986**

	<i>Cierre 11/7/86</i>	<i>% de cambio desde 10/31</i>		<i>Cierre 11/7/86</i>	<i>% de cambio desde 10/31</i>
DM	2.0610	+ .2	S&P 500	245.77	+ .7
¥	163.00	+ .2	Bonos-T USA	96 <sup>10/32</sup>	- 1.8
£	1.4310	+ 1.7	Eurodólares	93.92	- .2
Oro	388.60	- 3.7	Petróleo crudo	15.17	- .7
			Bonos japoneses	103.09	+ .1
Quantum Fund: capital accionario				\$ 1,461,000,000	
Valor de activos fijos por acción				\$ 9,320	
Cambio desde 12/31/84				+ .3%	
Cambio desde 8/16/85				+ 113.7%	

**Estructura de la cartera (en millones de dólares)**

<i>Posiciones de Inversión (1)</i>			<i>Cambio Neto (2)</i>	<i>Exposición neta a las divisas (6)</i>			<i>Cambio Neto (2)</i>
	<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>desde 10/31</i>		<i>Largo</i>	<i>Corto</i>	<i>desde 10/31</i>
Acciones				Relac. con el DM	1,334		+ 54
Acciones USA	1,022	(71)	+ 35	Yen japonés		(956)	- 1
US Index				Libra esterlina	7		+ 4
Futures		(544)	- 217	Dólar USA	1,076		- 65
Acciones				Otras divisas	201		0
Extranjeras	436		- 24				
Bonos (3)							
Gobierno USA							
Corto							
plazo (4)							
Largo							
plazo	750		- 323				
Japoneses (5)	983		- 249				
Commodities							
Petróleo							
Oro	41		- 38				

-bonos largos, acciones indexadas cortas- que considero un recurso transitorio; una posición larga en bonos japoneses, que puedo liquidar gradualmente o trasladar en forma gradual a bonos alemanes; y mis posiciones en divisas, que parecen tener bases sólidas.

En su mayor parte, mis movimientos macro terminaron mal; sólo

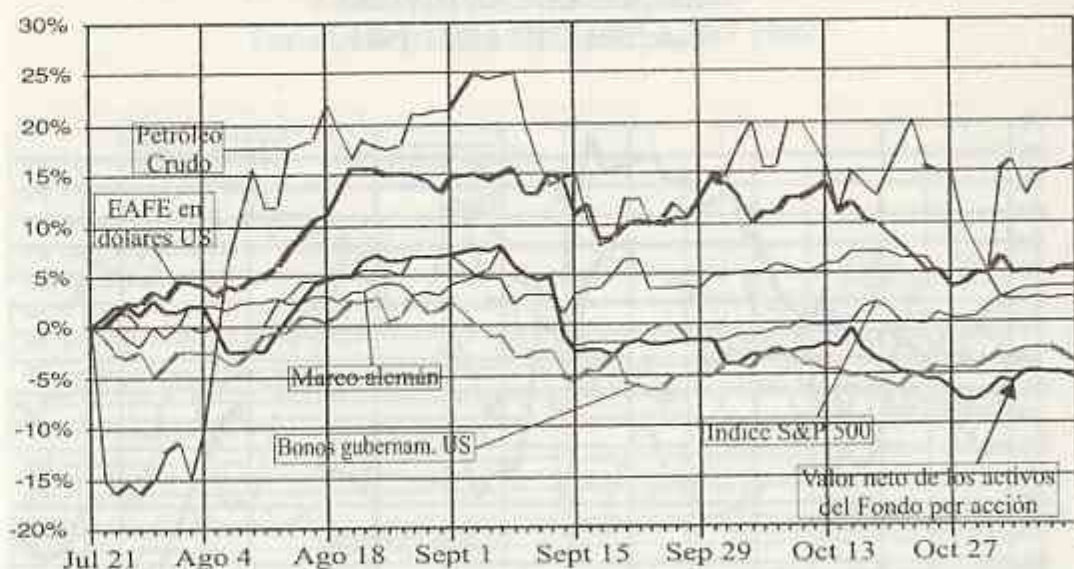


la decisión de acortar el yen salvó la situación. Puedo aplicar la ganancia sobre el yen, o bien para compensar las pérdidas de los otros movimientos, o bien para proteger mis ganancias sobre el marco alemán, pero no puedo hacer ambas cosas a la vez. De cualquier manera, mis manipulaciones macro no lograron protegerme contra el deterioro en mis posiciones de inversión, y el valor de activos del Fondo ha disminuido

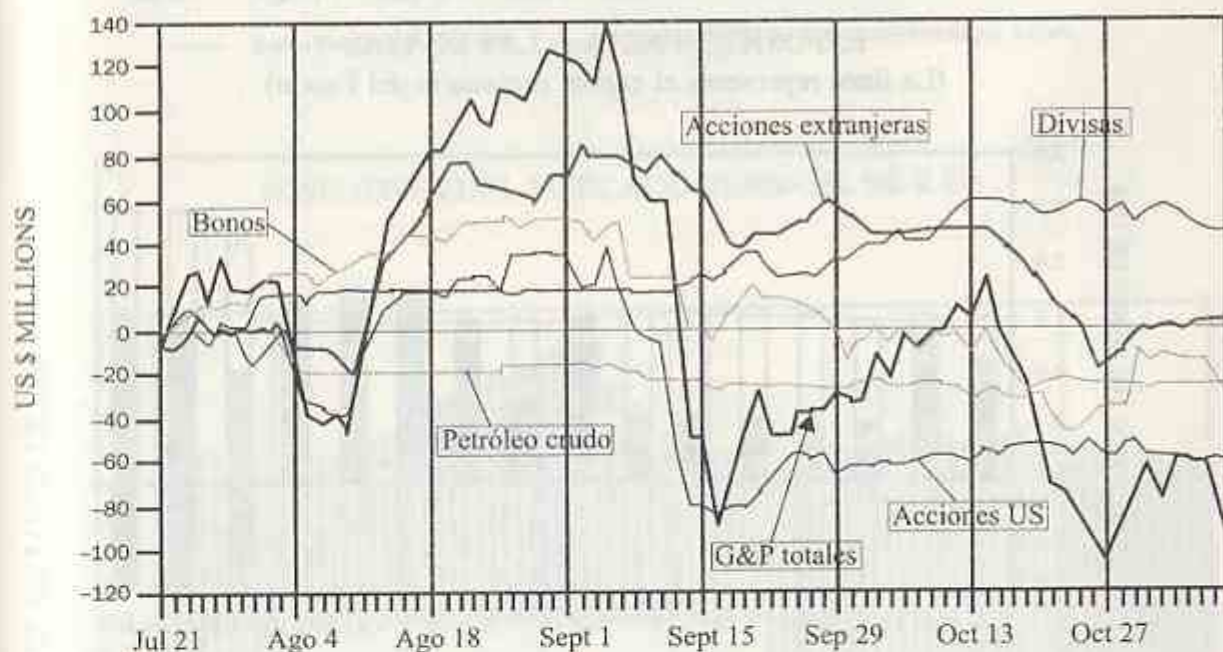
Es un momento oportuno para poner fin al experimento en tiempo real, porque está degradándose hasta convertirse en un registro de mis transacciones diarias. No carece de interés –sigo un método estocástico [probabilístico] de ensayo y error, que parece producir, en su conjunto, resultados positivos– pero resulta más bien desordenado, a causa del predominio de los errores, y nos lleva bastante lejos del propósito originario del experimento. Podría justificarme haciendo seguir durante un cierto tiempo a mis lectores el tortuoso curso de mis megamanipulaciones -aunque más no fuera, para brindarles un cuadro más equilibrado del que les habría dado la Fase I por sí sola- pero debo trazar la raya en algún lado, para poder volver al tema inicial, a saber, la solución de las contradicciones inherentes al Círculo Imperial. Dicho sea de paso, comienzo a preocuparme por el hecho de que el proceso de registrar mis reflexiones para su consumo público podría interferir en mi habilidad para reconocer y corregir los errores con prontitud, pues al hacerlo el registro se vuelve aún más desordenado. Pienso en la cobertura que tomé antes de mi viaje a China, que resultó tan costosa.



**VALOR NETO DE LOS ACTIVOS DEL FONDO  
RELATIVO AL MERCADO**  
Fase Dos: 21/7 a 7/11 1986



**GANANCIAS Y PERDIDAS DEL FONDO**  
(Desglose según las posiciones principales)

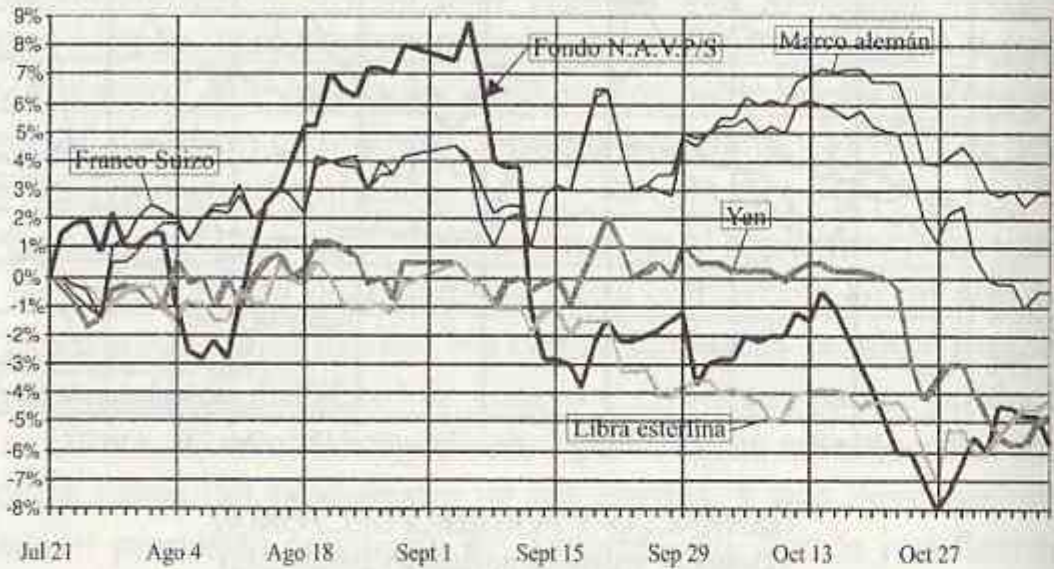


**Notas:**

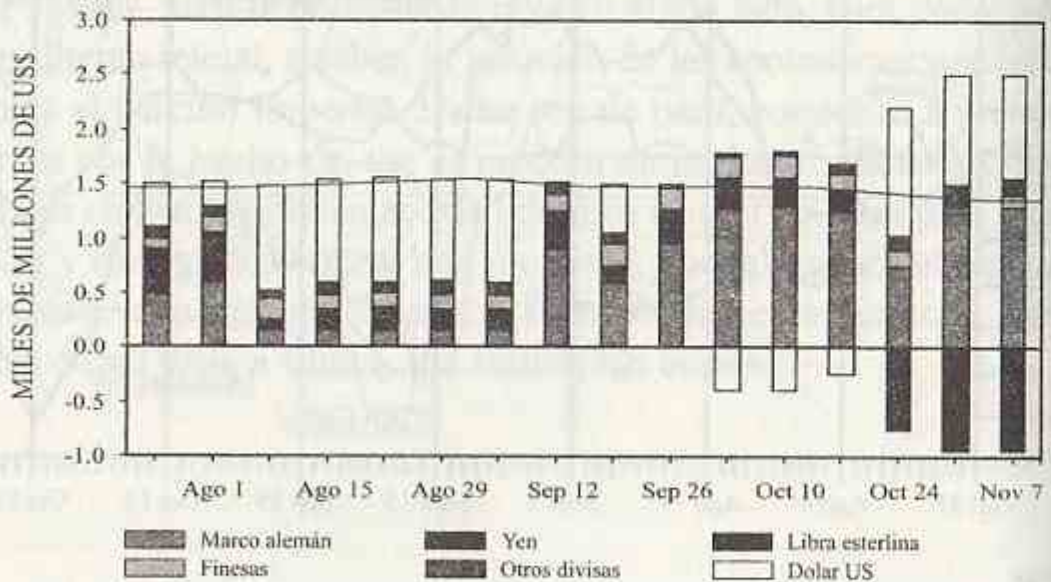
- (1) Todos los precios han sido calculados como cambios porcentuales sobre el primer día indicado.
- (2) EAFE es el Índice de Capitales Internacionales de Morgan Stanley en dólares US para los mercados bursátiles europeos, australiano y del Lejano Oriente.
- (3) Los precios del petróleo y de los bonos gubernam. son los precios de cierre de los más cercanos contratos de futuros.
- (4) Las ganancias y pérdidas sobre divisas incluyen sólo los contratos "forward" y de futuros. Las G&P sobre las acciones extranjeras incluyen las ganancias o pérdidas en divisas sobre las posiciones.



# PRECIOS DE LAS DIVISAS Fase Dos: 21/7 a 7/11 1986



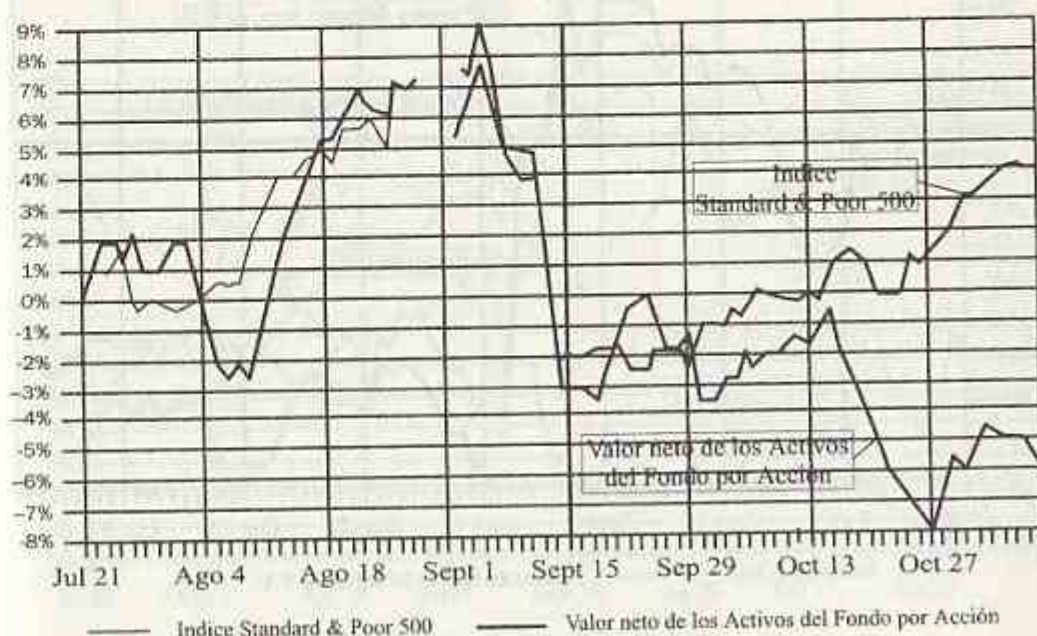
## EXPOSICION NETA A LAS DIVISAS (La línea representa el capital accionario del Fondo)



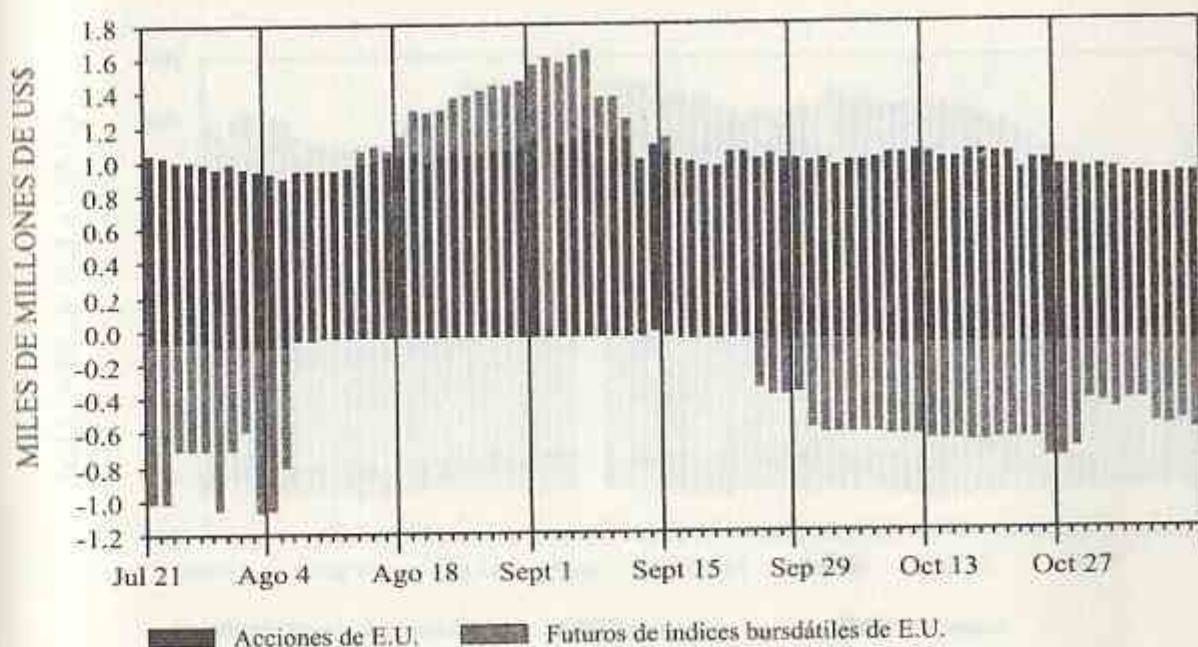
### Notas:

- (1) Los precios en dólares US son mostrados como cambios porcentuales sobre el primer día indicado. Se utilizan los precios de cierre de New York.
- (2) La exposición neta a las divisas incluye bonos, futuros, "forwards", efectivo y márgenes, y es igual al capital accionario total del Fondo. Una posición corta en dólares US indica el monto en que la exposición a las divisas supera el capital accionario del Fondo.
- (3) La exposición a las divisas corresponde al fin de semana.

# MERCADO BURSATIL DE E.U. Periodo de control: 9/12 1985 a 20/7 1986

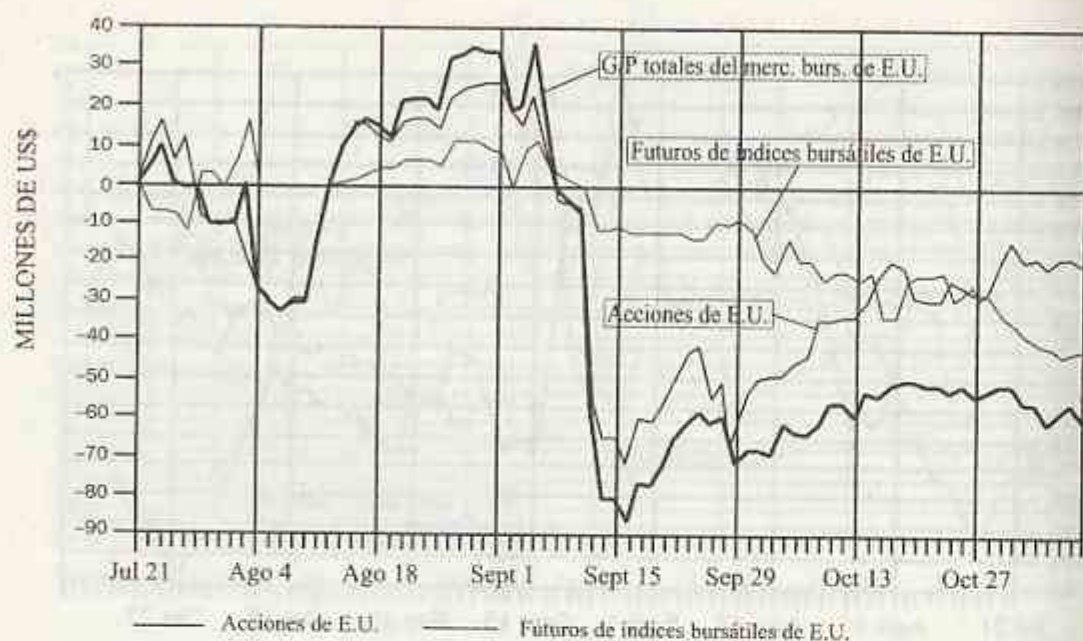


## POSICIONES DEL MERCADO BURSATIL DE E.U.





## GANANCIAS Y PERDIDAS DEL MERCADO BURSÁTIL DE E.U.

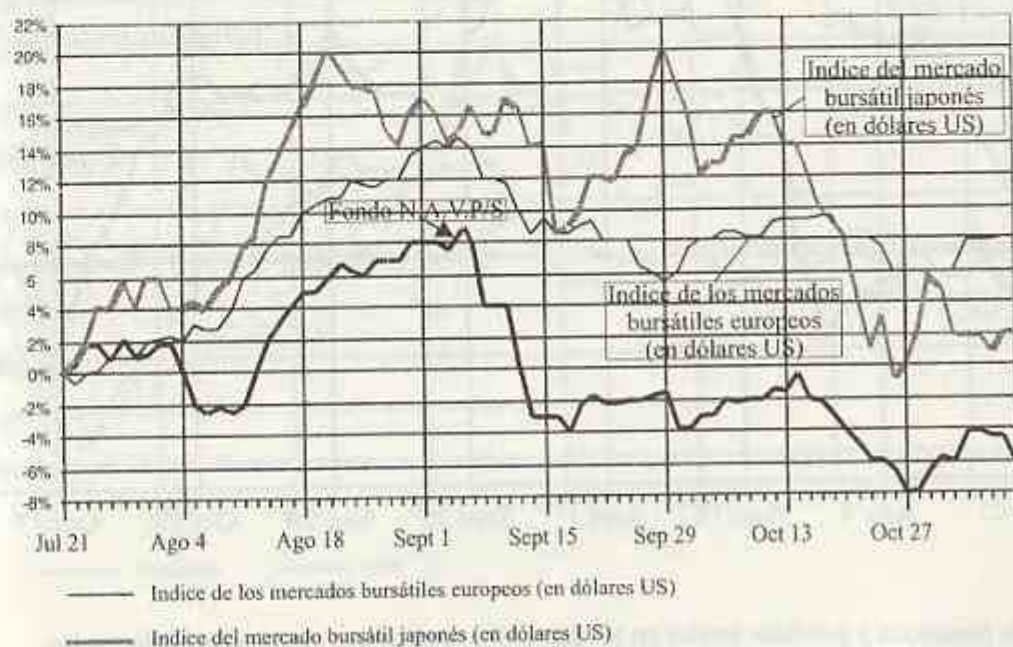


### Notas:

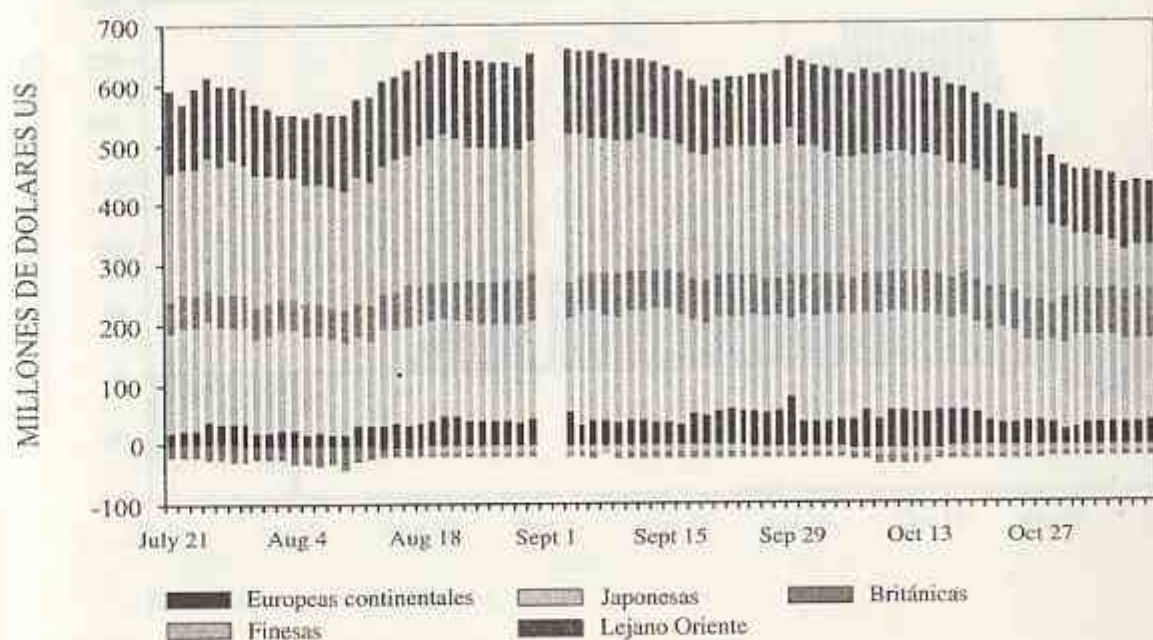
- (1) Las ganancias y pérdidas totales del mercado bursátil de E.U. incluyen las posiciones accionarias y los futuros de índices.

## MERCADOS BURSATILES EXTRANJEROS

Fase dos: 21/7 al 7/11 1986

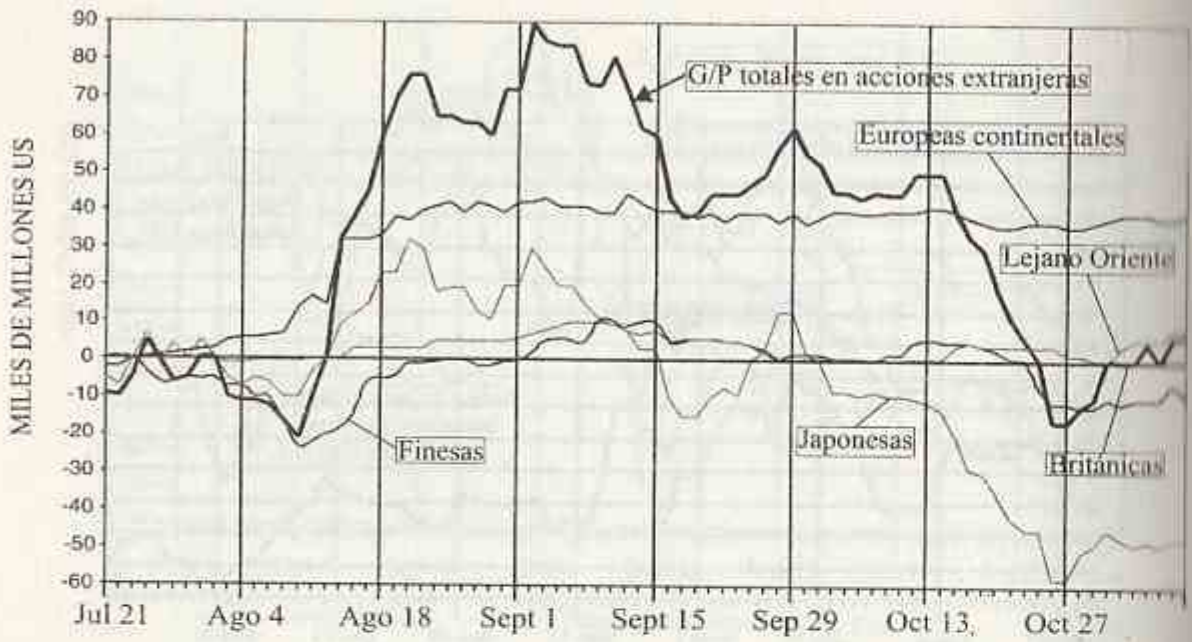


## POSICIONES DE LOS MERCADOS BURSATILES EXTRANJEROS





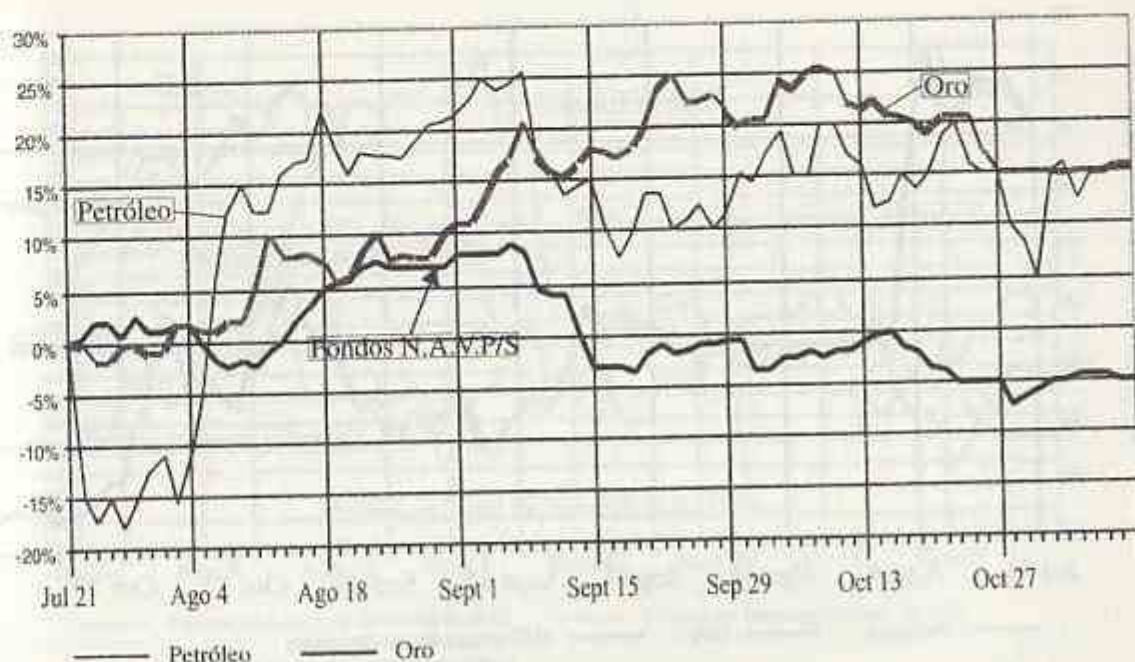
## G/P EN ACCIONES EXTRANJERAS



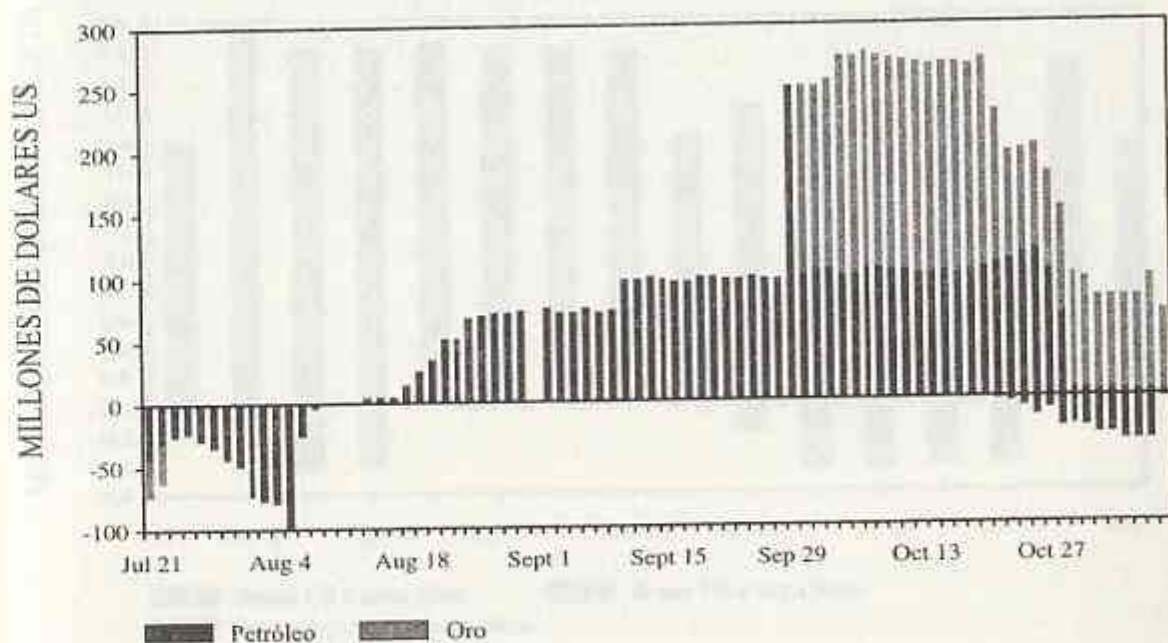
### Notas:

- (1) Las ganancias y pérdidas totales en los mercados accionarios extranjeros incluyen las ganancias o pérdidas en divisas sobre las posiciones en acciones extranjeras.
- (2) Para el Lejano Oriente, las posiciones incluyen Hong Kong, Taiwan, Australia y Tailandia.

# PRECIO DE LAS COMMODITIES Fase Dos: 21/7 a 7/11 1986

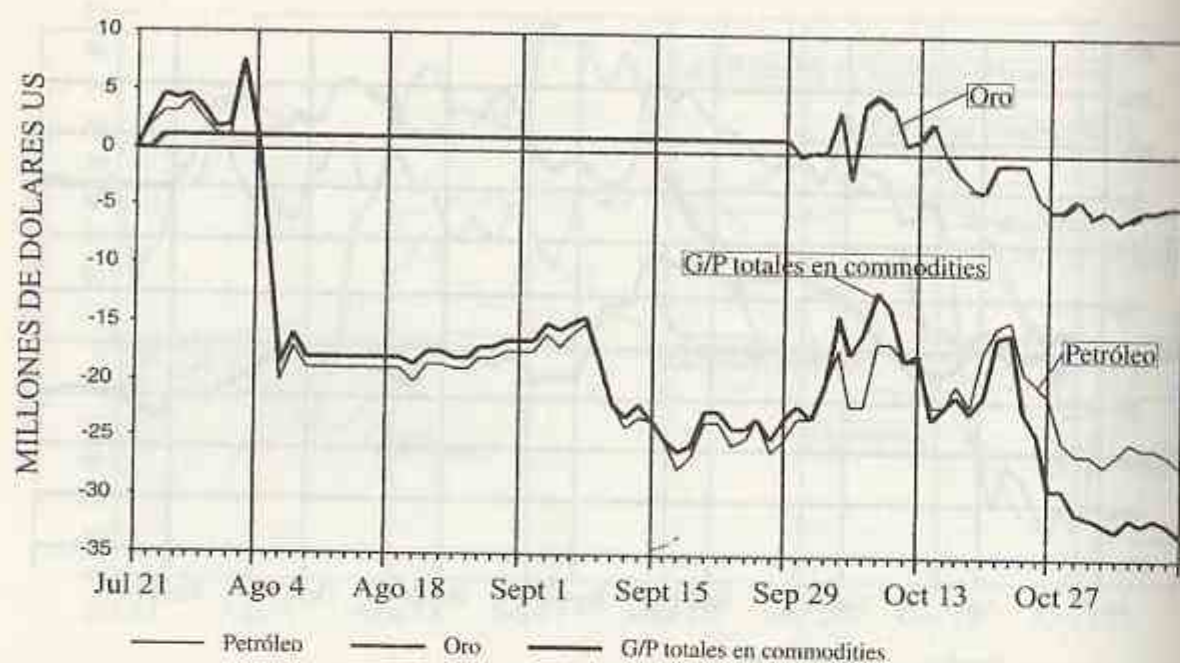


## POSICIONES EN COMMODITIES



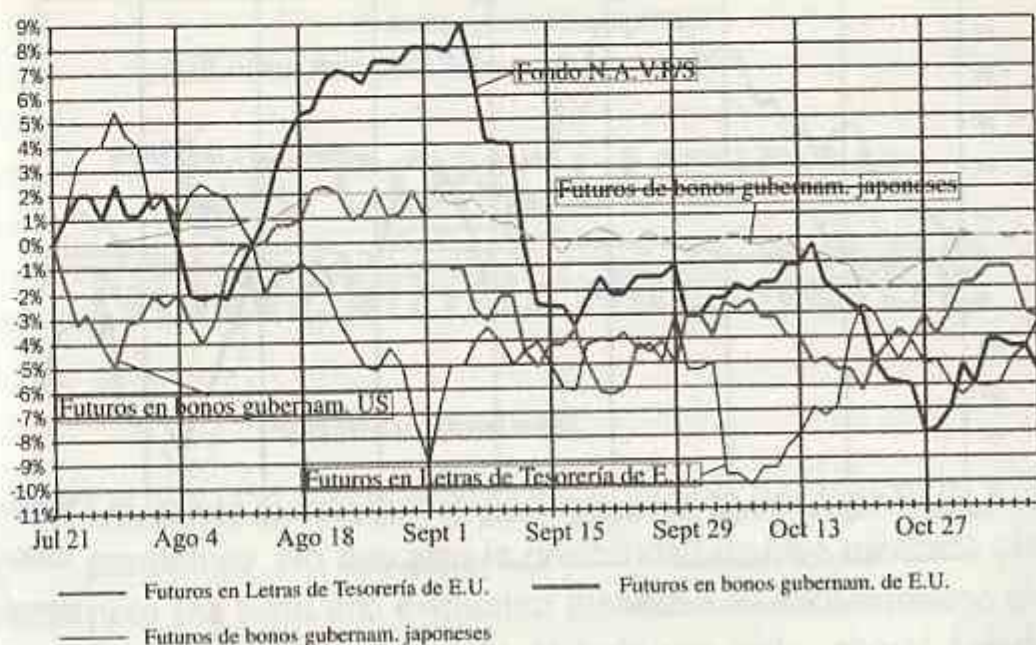


# GANANCIAS Y PERDIDAS EN COMMODITIES

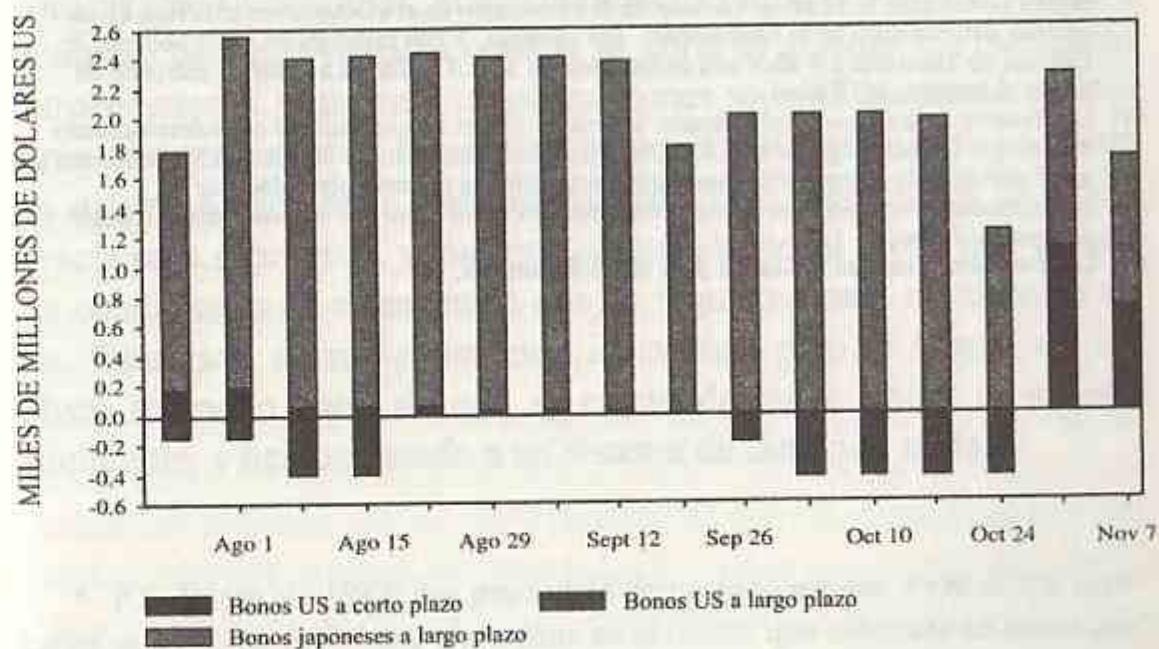


## TITULOS DE INGRESOS FIJOS

Fase Dos: 21/7 a 7/11 1986

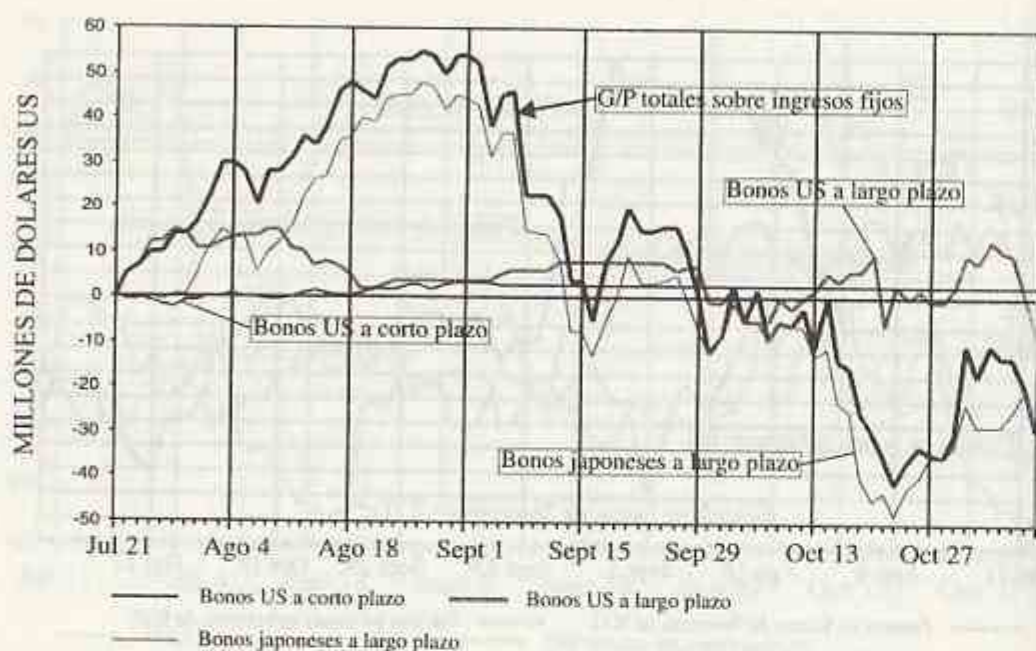


## POSICIONES EN TITULOS DE INGRESOS FIJOS





## G/P EN TITULOS DE INGRESOS FIJOS



### Notas:

- (1) Las posiciones y las G/P sobre los bonos US a corto plazo incluyen Letras de Tesorería, Futuros sobre Letras de Tesorería y eurodólares y billetes de Tesorería hasta con dos años de vencimiento.
- (2) Todos los bonos gubernamentales US han sido reducidos a un común denominador de Bonos Gubernam. a 30 años. La base de la conversión es el efecto sobre el precio de un cambio determinado en el rendimiento. Por ejemplo, \$ 100 millones en valor nominal de Billetes de Tesorería a 4 años son equivalentes a \$ 28,5 millones a valor de mercado de bonos gubernam. a 30 años.
- (3) Los futuros de los bonos gubernam. japoneses tienen una volatilidad considerablemente menor que los bonos gubernam. US. Por ejemplo, al 30 de junio de 1986, \$ 100 millones a valor nominal de bonos gubernam. japoneses tenían la misma volatilidad que aproximadamente \$ 66,2 en bonos gubernam. US A 30 años. NO hemos hecho el ajuste para esta diferencia.
- (4) Las posiciones son las indicadas para el fin de semana.

# 14

## LA CONCLUSIÓN: NOVIEMBRE DE 1986

**E**l mercado alcista más importante de toda una vida llegó a un fin prematuro. No descarto la posibilidad de otro mercado alcista, pero ésa sería una evolución distinta.\* El hecho mismo que el mercado alcista más importante de toda una vida abortó brinda un valioso conocimiento de la situación global. No es la única secuencia que llegó a un fin prematuro antes de que pudiera haber hecho estragos. El Círculo Imperial fue otra de esas secuencias. Una vez que comenzamos a buscarlas, abundan otros ejemplos. La OPEP estuvo a punto de destrozarse, pero cuando se abrió el abismo los miembros retrocedieron. Las mismas consideraciones son válidas para los préstamos internacionales. He analizado los préstamos colectivos como un sistema nacido de la emergencia, que exige condiciones de emergencia para sobrevivir, y que está construido de tal modo que genera las condiciones de emergencia que se requieren para mantenerlo en pie. Estas son acumulativamente inestables, pero el Grupo de los Cinco intervino antes de que su efecto desestabilizador se tornara intolerable, y hemos pasado a un sistema de flotación sucia.

\* P.S. Enero de 1987: me pronuncié demasiado pronto. Pero si los mercados se pusieran eufóricos, el modelo en el límite que esbozaré en este capítulo se volvería aún más relevante.



A la luz de estas reflexiones, el déficit presupuestario de los Estados Unidos se convierte en otro tema a estudiar. Creía que en 1985 asistiríamos a la culminación del *deficit financing* (financiación del presupuesto con emisión) y, con la enmienda Gramm - Rudman o sin ella, comenzaríamos a ver un mejoramiento gradual. Pero ahora debo revisar este punto de vista.

Alcanzamos una culminación en 1985, es cierto, pero el punto de inflexión (*turning point*) no significó arrancar en sentido contrario. Cuando la crisis aflojó, también lo hizo nuestra determinación de enfrentarla. El déficit del presupuesto se mantiene casi sin disminuir, y podría fácilmente inflarse de nuevo hasta un punto de crisis. Podemos efectuar una generalización a partir de tales términos, y formular la hipótesis de que vivimos en un sistema financiero que tiende a llegar hasta el borde del abismo y luego retrocede. Esta hipótesis se adapta bien a la tendencia de nuestra economía de coquetear con la recesión y luego rebotar sin recobrar una fuerza real. Existe una conexión lógica entre las dos tendencias: es el peligro de una recesión lo que impulsa una acción para ponerle remedio. Si bien podemos esperar que el sistema retroceda al borde del precipicio cada vez que llega allí, no podemos estar seguros de que lo hará, y cuanto mayor sea la confianza que tengamos, tanto mayor es el peligro de que eso no ocurra. Podríamos llamarlo un sistema de profecías que se derrotan a sí mismas.

El sistema que estoy describiendo guarda una cierta similitud con el proceso de ajuste en la teoría económica clásica; después de todo, las profecías autoderrotantes son una especie de mecanismo de autocorrección. Primero, el proceso clásico de ajuste tiende hacia el equilibrio; en el sistema que estamos considerando, no existe tal tendencia. Segundo, el arreglo descrito aquí subordina la economía real a los caprichos del sistema financiero. Se produce una fuga de los activos fijos hacia los activos financieros. La suerte de las industrias específicas sube y baja con los tipos de cambio pero, en su conjunto, no es impropio decir que la economía real está siendo sacrificada para mantener en marcha la economía financiera. Esta inesta-



bilidad fundamental crea tensiones que pueden encontrar una expresión política. Los principales peligros son el proteccionismo en el orden interno y el repudio de la deuda en los países deudores. Es eso lo que vuelve tan precario el sistema.

No siempre fue así. La primera vez que llegamos al borde del abismo fue en 1982, si bien la situación se había vuelto progresivamente más inestable desde la quiebra del sistema de los tipos fijos de cambio en 1973, y esa quiebra era en sí misma un signo de inestabilidad. Parece haber una diferencia cualitativa entre las condiciones que prevalecían antes de 1982, y las que estuvieron en vigor después. Antes de 1982, la situación puede haber estado deteriorándose, pero el sistema era esencialmente viable; ése es el motivo por el cual se le permitió desintegrarse. Desde 1982, el sistema ha sido básicamente poco sólido, y sólo ha sido mantenido junto por la amenaza de una quiebra. ¿Se podría reconstituir sobre una base más sólida? Examino esta cuestión en el Capítulo 18.

Era evidente para mí desde el comienzo que la pauta cíclica normal se había quebrado: estábamos cruzando un territorio del cual no había mapas. Pero no logré comprender las consecuencias de este hecho; intenté navegar a través de este territorio sin mapas usando el mismo viejo mapa cíclico. ¡No puede sorprender que me haya perdido! En primer término, fui sorprendido por la emergencia del Círculo Imperial de Reagan; más tarde, en el curso del experimento, fui sorprendido por el despido prematuro de la Edad de Oro del Capitalismo. En la fase 2 del experimento, finalmente, me vi obligado a comprender que la pauta de auge/derrumbe es inapropiada para describir la situación actual. Necesitamos un modelo diferente. La imagen que viene a la mente es la de una aguja atascada en una ranura. Pero necesitamos ser algo más analíticos al respecto.

El curso normal del ciclo crediticio ha sido detenido por la intervención de las autoridades. Por ende, debemos observar su comportamiento para tener una pista. Cuando existe la amenaza de un desastre, aúnan sus esfuerzos; cuando el peligro se aleja, se separan. Este es el mecanismo que forma el núcleo del fenómeno de llegar al



borde del abismo. El sistema colectivo de préstamos proporciona el modelo, pero los otros casos que he citado -el sistema de tipos de cambio, el déficit del presupuesto, la OPEP, incluso un mercado alcista al estilo de 1929- se encuadran igualmente en esta pauta. El mecanismo sólo entra en juego cuando un derrumbe tuviera consecuencias catastróficas; éste es el motivo por el cual ha estado operando únicamente desde 1982. A veces resulta efectivo antes de que se alcance la culminación, como ocurre en los casos del sistema de tipos de cambio y en el mercado alcista más importante de toda una vida; otras veces, sólo entra en acción más tarde, como ocurrió en las crisis de la deuda internacional y de la OPEP.

¿Por qué la actuación de las autoridades no produjo una inversión duradera de la tendencia? Dos factores entran en juego. Primero, los excesos del pasado no han sido liquidados sino meramente contenidos: por eso continúan molestando. Esto es particularmente cierto en lo relativo a la acumulación de las deudas impagas. Segundo, una corrección o contención ordenada puede no ser suficiente. Por ejemplo, después de 1982 los bancos continuaron con su ritmo expansionista: el espíritu de un mercado alcista podría reanimarse con facilidad, especialmente en los Estados Unidos, donde el daño a la confianza no ha sido grave, y en el caso de la OPEP, queda por verse si la experiencia de 1986 generó la cohesión capaz de impedir una recaída.

El impacto de estos dos factores varía de un caso a otro. Como consecuencia, no obtenemos una pauta cíclica bien definida, sino algo mucho más indeciso y variado. Algunas tendencias se han invertido realmente; otras han desaparecido en forma transitoria, y otras se manifiestan en diferentes formas. Por ejemplo, cuando se ajustó la regulación bancaria en 1984, muchos de los riesgos fueron transferidos a los mercados financieros.

¿Por qué la intervención de las autoridades fracasó en producir una inversión perdurable de la tendencia? Hay dos factores en juego. Primero, los excesos del pasado no fueron liquidados sino meramente contenidos; por ende, siguen emponzoñando el ambien-



te. Esto es especialmente cierto en lo relativo a la acumulación de las deudas morosas. Segundo, una corrección o una contención ordenada podría no ser suficiente para provocar una inversión decisiva de la tendencia prevaleciente. Por ejemplo, los bancos continuaron con su actividad expansionista después de 1982; el espíritu de un mercado alcista podría ser reanimado con algo mucho más indefinido y diversificado; algunas tendencias se invierten en forma genuina; otras experimentan una remisión transitoria, y otras más se manifiestan en formas diferentes. Por ejemplo, cuando la regulación de los bancos se volvió más rígida, en 1984, muchos de los riesgos fueron transferidos a los mercados financieros.

¿Cómo terminará todo esto? En teoría, podríamos estar cerca del abismo indefinidamente, pero como nada dura para siempre, debemos salir de alguna manera de la ranura. Una de dos: el sistema podría quebrarse como resultado de un accidente, o podríamos encontrar un camino para salir de todos los excesos y dejar de ir hasta el borde del abismo. A medida que avanzamos a los tumbos de una crisis a la siguiente, muchos de los excesos se corrigen, por cierto. Los bancos están menos expuestos que en 1982; en los países deudores se han producido muchos cambios estructurales; tanto el déficit presupuestario como el comercial de los Estados Unidos parecen haber llegado a una culminación, y un auge al estilo de 1929 parece haber llegado a un prematuro fin. Por el otro lado, los activos financieros continúan acumulándose a un ritmo que deja atrás la creación de la riqueza real, y esta disparidad es uno de los excesos que deben ser corregidos.

Una resolución positiva requeriría una mayor estabilidad de los tipos de cambio, una declinación continua de las tasas reales del interés, y una valorización de los precios de las acciones hasta un punto en que las inversiones en activos reales ofrecieran mayores retornos que los derivados de la compra de *securities*. Resulta difícil ver de qué modo se podría alcanzar semejante punto mientras el gobierno federal tome préstamos al ritmo actual. Una resolución negativa implicaría una creciente inestabilidad financiera, el protec-



cionismo, una recesión de alcances mundiales y una fuga de los activos financieros hacia los activos líquidos. No puedo predecir cuál de los desenlaces es el más probable.

Se puede advertir que el modelo al cual he llegado tiene aún menos poder predictivo que el modelo de auge/derrumbe. Por lo menos, este último indicaba el sentido y la secuencia de los acontecimientos; el modelo del borde del abismo ni siquiera hace eso, porque una culminación del proceso no es seguida necesariamente por una inversión de la tendencia. No obstante, el modelo no carece de un cierto poder explicativo.

La pregunta planteada al comienzo del experimento -cuál es el eventual desenlace- debe permanecer sin respuesta. En ese sentido, la Fase 2 del experimento termina más con un gemido que con un estampido. Pero hay otra pregunta conexa que admite una respuesta más definida: ¿hacia qué borde de qué abismo nos estaremos dirigiendo la próxima vez? Una respuesta correcta puede ayudar a convertir la especulación de un camino al azar en un ejercicio provechoso.

Está claro que el próximo borde del abismo es el proteccionismo. Con un Congreso en manos de los demócratas, algún tipo de acción es inevitable. Su gravedad será influida en gran medida por el ritmo de la actividad económica. Si la experiencia de los últimos cinco años puede servir de algún modo como una guía, las presiones proteccionistas serán complacidas pocos pasos antes de permitir que el sistema se desintegre. La Administración ya ha indicado que está dispuesta a cooperar con el Congreso con tal fin. El año 1987 podría ver un cierto grado de proteccionismo, combinado con un cierto alivio en las deudas.

El desafío esencial al sistema es una recesión en escala mundial, y la primera mitad de 1987 será una severa prueba en este sentido. Una parte de la actividad económica del trimestre final de 1986 será tomada a préstamo del año 1987 a causa de la ley de reforma impositiva de 1986. Es indudable que esta reforma contribuirá a eliminar ciertas distorsiones de la economía; pero es siempre cuando se corri-



gen los excesos del pasado que se siente con mayor fuerza su efecto negativo. El muy esperado atrincheramiento en el gasto de los consumidores puede estar por llegar finalmente. Por otra parte, la economía japonesa es débil, y Alemania se está debilitando. Una recesión de alcances globales, acoplada con una legislación proteccionista, podría lanzarnos por sobre el borde del abismo. ¿Cuáles son las probabilidades de una recesión? Encuentro totalmente no convincente el argumento de que una recesión debe estar cerca simplemente porque han pasado cuatro años desde la última.

En una fase expansiva, las recesiones son inducidas por las autoridades monetarias en su intento de enfriar una economía recalentada. Pero no estamos en una fase expansiva, y no hay recalentamiento. Una argumentación más convincente consistiría en alegar que estamos en una fase de contracción del crédito, en la cual la economía se deslizaría en forma natural hacia una recesión a menos que fuera estimulada activamente. Es difícil ver de dónde podría venir esa estimulación. Con todo, las autoridades monetarias disponen en su arsenal de por lo menos una ronda más de reducciones de la tasa de interés; la declinación del dólar puede comenzar a hacer sentir finalmente su efecto sobre el balance comercial; y la perspectiva de precios más altos del petróleo podría alentar la acumulación de inventarios. En lugar de una recesión, podríamos tener tan sólo unos pocos años más de crecimiento por debajo del estándar.

Mi análisis es poco concluyente, por decir poco. ¿Qué ocurrirá en los mercados financieros en 1987? Ese será el tema de un experimento en tiempo real que se está desarrollando ahora.

P.S., 29 DE DICIEMBRE DE 1986

Desde la conclusión del experimento han ocurrido dos acontecimientos importantes: el asunto Boesky y el acuerdo de la OPEP. Ambos tienen consecuencias alcistas. El asunto Boesky constituye un punto de inflexión dramático en los excesos especulativos de la manía de las fusiones. En contraste con otros puntos de inflexión, no



pone en peligro el sistema; ése es el motivo por el cual se permitirá que se desenvuelva plenamente. No detendrá la reestructuración de las corporaciones, pero la volverá más lenta. El flujo de fondos hacia los bonos basura se invertirá, elevando en gran medida las primas de riesgo que deben acarrear. Su efecto consistirá en facilitar la demanda de crédito y en dar un codazo a la Reserva Federal para que relaje la oferta monetaria. Todas estas influencias son positivas para los bonos del gobierno y, en forma indirecta, para las acciones de primera línea. Es digno de observar que los mercados de bonos han minimizado la importancia de las noticias sobre el acuerdo de la OPEP. Es probable que los precios más altos del petróleo alentarán la acumulación de inventarios, moderando las presiones hacia abajo de la economía, especialmente en el primer trimestre de 1987.

Me acerco al fin del año plenamente invertido tanto en bonos como en acciones, y no tengo la intención de tomarme una licencia hasta que se produzca un recorte de la tasa de descuento. La nube principal en el horizonte es una renovada debilidad del dólar.

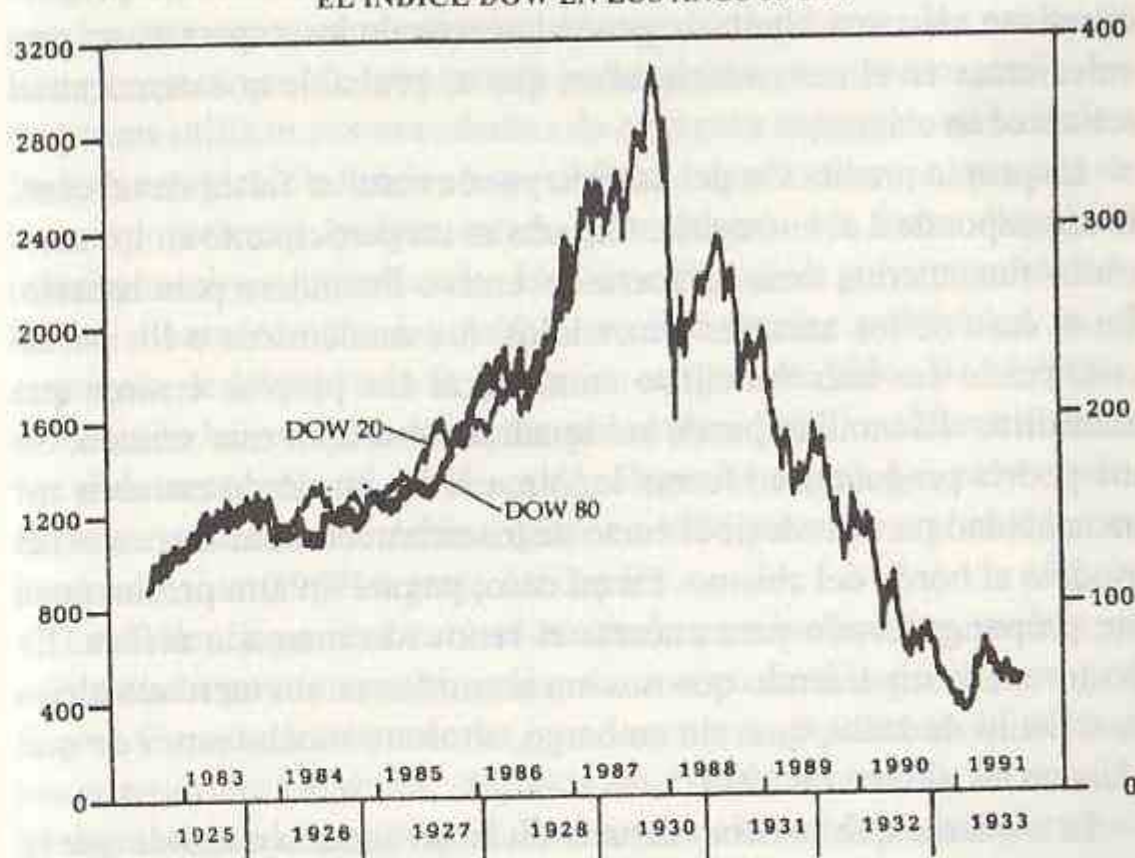
P.P.S., FEBRERO DE 1987

Obviamente, hablé demasiado pronto cuando afirmé que el mercado alcista más importante de toda una vida había llegado a un prematuro fin. La Bolsa salió de su sopor inmediatamente después del fin del año y alcanzó nuevos altos niveles poco tiempo después. Lo que yo consideraba como el fin del mercado alcista resultó meramente una interrupción transitoria, debida a las presiones de venta causadas por la abolición del tratamiento impositivo preferencial acordado a las ganancias de capital a largo plazo. No bien se levantó la presión, el mercado despegó.

El avance actual puede ser calificado como la tercera ola del mercado alcista que comenzó en agosto de 1982. Presenta muchos de los rasgos de la segunda ola, comenzada en octubre de 1985, pero en algunos aspectos es más rápida y más salvaje, como corresponde a

un estadio más avanzado. Por ejemplo, la primera culminación de compras llegó antes que la vez pasada, y provocó fluctuaciones más agudas en los precios (6% en los futuros de S&P, en comparación con tan sólo el 4,8% en 1986). El paralelismo con el mercado alcista que llevó al crack de 1929 es ampliamente reconocido. Las tablas de los promedios del Índice Dow Jones, cuando se las superpone, revelan una extraña similitud (ver el gráfico). Robert Prechter, un técnico que basa sus predicciones en la teoría de las ondas de Elliot, se ha convertido en el profeta de nuestro tiempo, cuyas predicciones pueden mover el mercado. En realidad, es en gran parte responsable de la desviación con respecto a la pauta de 1928 que se produjo el 23 de enero de 1987.

EL INDICE DOW EN LOS AÑOS 80 Y 90





Igualmente significativo es el hecho de que el mercado japonés de valores se ha recuperado de la peligrosa caída que padeció en octubre de 1986 y en fecha reciente ha alcanzado nuevos picos. ¿De qué manera estos acontecimientos afectan la validez y la importancia de mis conclusiones?

La reactivación del mercado alcista se encuadra en el modelo al borde del abismo que desarrollé al fin del experimento.

Un rasgo distintivo del modelo consiste en que podemos seguir yendo hacia el mismo borde en lugar de experimentar una decisiva inversión de la tendencia.

La facilidad con que el modelo se puede adaptar a la reactivación del mercado alcista confirma mi aserción de que carece prácticamente de valor predictivo. Brinda meramente un marco conceptual para comprender el curso de los acontecimientos. Las predicciones específicas deben ser formuladas por el usuario; el modelo proporciona tan sólo una hipótesis general acerca de las expectativas prevalecientes en el mercado, a saber, que es probable que demuestren ser autoderrotantes.

La propia predicción del usuario puede resultar falsa; en tal caso, le corresponde a él corregirla. Cuando es un participante en los mercados financieros, tiene un fuerte incentivo financiero para hacerlo. En el caso de los asesores financieros, los académicos o los políticos, puede ser más ventajoso enmascarar los propios errores que admitirlos. El modelo puede ser igualmente útil en este sentido. Se me podría preguntar en forma legítima si he intentado encubrir mi incapacidad para predecir el curso de los acontecimientos creando el modelo al borde del abismo. En tal caso, pagaré un alto precio, pues me propongo usarlo para encarar el renovado mercado alcista. Es decir, opero suponiendo que nos encontramos en un mercado alcista al estilo de 1929, que, sin embargo, abortará mucho antes de que alcance las alturas de 1929.

Es evidente que se debe recorrer un largo camino antes de que la dinámica interna —o, para ser más preciso, la dialéctica— del mercado lo vuelva maduro para una inversión de la tendencia. En todo



caso, la corrección realizada en la segunda mitad de 1986, acoplada con la declinación ulterior del dólar, ha extendido el plazo natural de vida del auge. Si se quiere que aborte de nuevo, las causas deberán ser externas. Ha sido ampliamente discutido cuáles son estas restricciones externas: una recesión, acoplada con el proteccionismo, sería más peligrosa que una economía animada. Es improbable que eventualmente las autoridades toleren un auge desbocado, pero ese punto está todavía muy lejos, por lo menos en lo referente al mercado accionario de los Estados Unidos.

No ocurre lo mismo en el Japón. La valorización de las acciones japonesas ha dejado hace mucho tiempo de guardar cualquier relación con los *fundamentals*. Los múltiplos de la razón precios / *earnings* son excesivos, incluso en relación con las bajas y declinantes tasas de interés que prevalecen en el Japón. Por otra parte, los *earnings* que comunican muchas empresas son inflados artificialmente por las ganancias provenientes de transacciones con las acciones. Las perspectivas de ganancias industriales son mediocres, y las empresas utilizan sus excedentes de caja para especular en la Bolsa. Se han establecido fondos especializados para atraer inversores de las corporaciones, y han estado prometiendo en forma ilegal un retorno mínimo garantizado. Una investigación gubernamental de los así llamados *fondos tokkin* recibió mucha publicidad en el momento de la caída de la Bolsa en octubre de 1986. No obstante, el mercado ha recuperado su serenidad y en 1987 ha alcanzado nuevos máximos. ¿Hasta dónde puede llegar el auge? Así como Italia era el mercado que se debía vigilar en 1986 para detectar problemas inminentes, en 1987 se trata del Japón.

La Bolsa japonesa está alimentada por la liquidez, y ésta es engendrada por la combinación de una economía débil y un yen fuerte. Cuando los tenedores japoneses o no japoneses de dólares los convierten en yenes, algunos de éstos encuentran su camino hacia el mercado accionario. Esta tendencia resulta particularmente fuerte cuando los yenes son provistos por el Banco Central, en un esfuerzo por impedir que suba el tipo de cambio. Cuando no



está involucrado el Banco Central, existe por lo menos una posibilidad de que los vendedores de yenes vendan -o dejen de comprar- acciones japonesas con el fin de adquirir activos denominados en dólares.

El gobierno japonés ha emprendido una campaña para alentar las inversiones en el exterior y, en su conjunto, ha tenido mucho éxito: los flujos de capitales superan constantemente los superávits comerciales. El yen sigue fortaleciéndose sólo a causa de un flujo de capitales externos y de las coberturas de los inversores japonese. Una vez que los participantes en el mercado se convencen de que la tendencia está cambiando, reducen su cobertura, y el yen cae por sí mismo. Es lo que ocurrió en octubre pasado, si bien la caída en la Bolsa precedió la declinación del yen. Es probable que suceda de nuevo. Desde el fin del año, la presión alcista sobre el yen ha tomado fuerza nuevamente, y el auge bursátil ganó un nuevo plazo de vida. Cuando la presión se aminore, las ventas involuntarias del Banco del Japón serán reemplazadas por ventas voluntarias por los tenedores de yenes. Ese es el momento en que en el estanque de la liquidez se producirá una vía de agua. Teniendo en cuenta el nivel inflado de los precios de las acciones, una declinación podría transformarse fácilmente en una desbandada.

Existe una similitud digna de nota entre la posición actual del Japón y la de los Estados Unidos en los años 20: Japón está emergiendo como la nueva potencia económica líder, y su mercado de valores es menos experimentado que el de las economías maduras. Pero es allí donde termina la similitud. Las autoridades japonesas tienen una tradición de intervenciones, y un firme control sobre los participantes en los mercados financieros. Ya una vez, en 1965, el gobierno estableció una corporación para comprar y mantener en su poder acciones lanzadas sobre el mercado por operadores angustiados. No es probable que 1929 se repita, aun en el Japón.

El impacto inicial de una declinación en la Bolsa japonesa

podría ser positivo para otros mercados, pues se asociaría probablemente con un movimiento generalizado de fondos desde los mercados japoneses hacia otras Bolsas. Pero si la declinación se convirtiera en una desbandada, estaría destinada a estremecer a todo el mundo.





## Cuarta Parte

# Evaluación



# Evaluation

The purpose of this study was to evaluate the effectiveness of the program in improving the reading skills of the students. The study was conducted over a period of six months, during which time the students were given a series of reading tests. The results of the tests showed that the students who had participated in the program had significantly higher reading scores than those who had not. This indicates that the program was effective in improving the reading skills of the students. The study also found that the students who had participated in the program had a higher level of motivation and a greater understanding of the material than those who had not. This suggests that the program was also effective in increasing the students' motivation and understanding of the material. The study was limited by the fact that it was only conducted over a short period of time, and the results may not be representative of the long-term effectiveness of the program. However, the results of the study do provide a strong indication that the program is effective in improving the reading skills of the students.

# 15

## **EL ALCANCE DE LA ALQUIMIA FINANCIERA: UNA EVALUACIÓN DEL EXPERIMENTO\***

**E**l experimento en tiempo real ha sido del todo diferente de lo que yo había esperado; por otra parte, los resultados de la segunda fase son muy distintos de los de la primera: la evaluación que escribí en junio de 1986 debió ser reelaborada a la luz de lo que ha sucedido desde entonces. La Fase 1 muestra mi enfoque en marcha cuando tiene éxito, y la Fase 2 cuando no lo tiene. Esto hace más compleja la tarea de evaluación, pero también vuelve más completo el juicio.

Al evaluar mi enfoque, debemos distinguir entre su capacidad de producir ganancias en los mercados financieros y su capacidad de predecir el curso futuro de los acontecimientos. El hecho de que esta distinción sea necesaria tiene consecuencias de vasto alcance, que serán examinadas a lo largo de este capítulo y del que le sigue.

Ocupémonos en primer lugar de los resultados financieros. La Fase 1 coincidió con el periodo más próspero de mi Fondo. En los once meses entre el comienzo del experimento y el fin del periodo

\* Escrito en junio de 1986; revisado en diciembre de 1986.



de control, las acciones del Quantum Fund se valorizaron en un 126%, contra el 27% del Índice de S&P, 30% de los futuros de Bonos del Tesoro, 23% del marco alemán y 34% del yen. Se debe admitir que fueron tiempos prósperos para la mayoría de los inversores, incluso para aquellos que se equivocaron con respecto a la tendencia de las divisas; pero pocos tuvieron un desempeño tan bueno como mi Fondo. El apalancamiento es tan sólo una parte de la explicación, porque este mecanismo opera en ambos sentidos: hay que estar del lado correcto del mercado para aprovecharlo. Aun si tenemos en cuenta un elemento de coincidencia, no se puede dudar de que el proceso de formulación y comprobación de hipótesis hizo un aporte positivo a los resultados.

Por contraste, la Fase 2 muestra una pérdida. Entre el 21 de julio de 1986 y el fin del año, las acciones del Quantum Fund bajaron un 2%, contra un aumento del 2% del Índice S&P, una baja del 2% de los futuros de Bonos del Tesoro, un aumento del 1% de los futuros de bonos del gobierno japonés y otro aumento del 5% del índice de las acciones japonesas. El marco alemán subió un 10%, el yen cayó un 2%, el oro subió un 14% y el petróleo un 40%. Colocando ambas fases en el contexto de mi *performance* total, los resultados pueden ser considerados satisfactorios.

Las anotaciones muestran que mi *trading* estuvo lejos de carecer de defectos, aun en la Fase 1. Llegué demasiado tarde en la compra de bonos, y demasiado pronto en su venta, aunque tuve el coraje de reestablecer la posición a un precio mucho más alto. Reconocí asimismo en forma más bien tardía el “mercado alcista más importante de toda una vida” en materia de acciones. Mis operaciones en divisas fueron lo mejor que hice: la percepción de que el nivel de riesgo había sido reducido por la reunión en el Plaza del Grupo de los Cinco se vio altamente compensada. La Fase 2 es dominada por un error fundamental: mi desgana de reconocer que el “mercado alcista más importante de toda una vida” ya había cumplido su ciclo antes de tener el tiempo de merecer verdaderamente ese nombre. Las consecuencias fueron particularmente afligentes en el Japón, donde parti-



cipé en una clásica secuencia de auge y derrumbe y fallé, porque no salí a tiempo. Una vez cometido, el error era difícil de rectificar; pero por lo menos el marco analítico me permitió comprender contra qué me estaba enfrentando. Un método que produce resultados sobresalientes durante los períodos buenos y contribuye a contener las pérdidas durante los malos debe ser considerado como eficiente.

Mi éxito financiero presenta un fuerte contraste con mi capacidad de predecir los acontecimientos. En este contexto, debemos distinguir entre los acontecimientos de los mercados financieros y los que se desarrollan en el mundo real. Los primeros determinan el éxito financiero; los segundos sólo tienen importancia para evaluar los méritos científicos de mi enfoque.

Incluso en la predicción de los mercados financieros mi desempeño no es impresionante ni mucho menos: lo mejor que se puede decir de él es que mi marco teórico me permite comprender el significado de los acontecimientos a medida que se desarrollan, si bien mi historial en este terreno está lejos de ser impecable. Se podría suponer que un método que obtiene éxitos debería brindar predicciones firmes; pero todas mis predicciones son extremadamente provisionales y sujetas a una constante revisión, a la luz de la evolución del mercado. Ocasionalmente, adquiero una cierta convic-

**Quantum Fund N.V.  
Acciones Clase A**

Año terminado	Valor neto de los activos por acción	Cambio % respecto del año anterior	Tamaño del Fondo
Dic. 31, 1984	\$ 3,057.79		\$ 488,998,187
Dic. 31, 1985	\$ 6,760.59	+ 121.1%	\$ 1,003,502,000
Dic. 31, 1986	\$ 9,699.41	+ 43.5%	\$ 1,567,109,000
Mar. 31, 1987	\$ 12,554.16	+ 29.4%	\$ 2,075,679,000*

Apreciación compuesta anual:

1969-1986: + 35.4%

1984-1986: + 78.1%

\* No auditado



ción, y en ese caso la recompensa puede ser sustancial; pero incluso entonces hay un peligro siempre presente de que el curso de los acontecimientos no corresponda a mis expectativas. El concepto del "mercado alcista más importante de toda una vida" sirve como ejemplo: en la Fase 1 fue altamente remunerativo, pero en la Fase 2 se convirtió en algo más parecido a un estorbo que a una ayuda. Mi enfoque no funciona realizando predicciones válidas sino permitiéndome corregir las que son erróneas.

En cuanto a los acontecimientos en el mundo real, mi desempeño es directamente lamentable. El rasgo más destacado de mis predicciones es que persisto en esperar acontecimientos que no se materializan. Durante el experimento en tiempo real, imaginé a menudo una recesión que estaba justo a la vuelta de la esquina, pero nunca ocurrió; al comienzo del experimento, preveía una inversión del Círculo Imperial, que sólo fue evitada por el acuerdo del Plaza del Grupo de los Cinco. Retrocediendo aún más, desde 1981 un colapso del sistema bancario nunca ha estado lejos de mis pensamientos. De modo similar, esperaba que el colapso de los precios del petróleo sería seguido por un impuesto sobre el petróleo importado, del cual no hay ni rastros. Para ser justo, hubo algunos acontecimientos que preví bien: el colapso de los precios del petróleo, y la buena disposición de los japoneses para financiar nuestro déficit presupuestario. Si bien no preví la reunión del Grupo de los Cinco en el Plaza Hotel, se adaptó perfectamente a mi marco teórico, y reaccioné de una manera correcta.

¿Cómo se pueden conciliar el éxito financiero y el fracaso en las predicciones? Es la cuestión que encararé en este capítulo. Pero antes, debo recordar al lector, en primer término, el motivo por el cual surge. Si se tratara de un experimento científico, mi éxito financiero debería servir como una prueba de la validez de las hipótesis sobre las cuales se basan mis decisiones. Pero el experimento en cuestión no alcanza un nivel científico. Sólo necesito traer a colación dos reflexiones para alcanzar mi objetivo: una de ellas es personal, y la otra corresponde al tema que estudiamos.



Mi proceso de toma de decisiones se vio influido en gran medida por factores personales, tales como mi presencia o ausencia de la oficina, y el experimento en tiempo real fue en sí mismo un importante factor personal. El hecho de que los resultados monetarios pudieran servir como una posible piedra de toque de la validez de mis ideas hizo que me esforzara aún más que si hubiese sido de otro modo. Esto es avalado por el hecho de que mis razonamientos fueron mucho más indefinidos y mis movimientos en el mercado tuvieron mucho más el aspecto de un tanteo que en la culminación del experimento. Tal indefinición es del todo común; lo que resulta más bien excepcional es el agudo enfoque que logré alcanzar en el curso del experimento.

Me ayudó en gran medida la disciplina que significó el tener que dar forma escrita a mis pensamientos. Es posible que mis argumentos no impresionen al lector como particularmente bien organizados, pero con seguridad son más coherentes de lo que habrían sido si no me hubiese tomado el trabajo de formularlos por escrito. También me inspiró el hecho de que fui capaz de combinar los dos grandes y duraderos intereses de mi vida: la especulación filosófica y la especulación en los mercados financieros. Ambos parecieron beneficiarse con la combinación: juntos, me comprometieron más que cualquiera de ellos por separado. La otra reflexión está relacionada con los acontecimientos externos. La Fase 1 coincidió con un momento de la historia durante el cual las autoridades trataron de afianzar su liderazgo; cooperaron primero en empujar el dólar hacia abajo, y luego en hacer lo mismo con las tasas de interés. El marco teórico que estaba utilizando resultaba bien adaptado para hacer frente a estos cambios. Después de todo, la interacción entre los mercados y los reguladores constituye uno de los temas principales en el concepto de un ciclo regulador y crediticio. Mi marco teórico podría haber demostrado que era mucho menos útil en otros momentos de la historia.

Por ejemplo, recuerdo la época, en 1981 - 82, cuando la Reserva Federal procuró controlar la cantidad de dinero y permitió que las



fuerzas del mercado fijaran las tasas de interés. El mercado para los bonos del gobierno, y en menor medida para las acciones y las divisas, se convirtió en algo parecido a un casino, y mi método de formular hipótesis y ponerlas a prueba en el mercado se volvió peor que inútil: en el momento en que lograba individualizar una tendencia del mercado y formulaba una hipótesis para explicarla, la tendencia ya había cambiado y me veía obligado a encontrar una nueva hipótesis. El resultado era que siempre me encontraba rezagado con respecto al mercado, y seguí recibiendo palizas, hasta que abandoné esa lucha sin esperanzas, y delegué la tarea de jugar con los futuros de bonos del gobierno en las manos de alguien más calificado que yo. Encontré a un especulador basado en la computación, Victor Niederhofer, quien había elaborado un sistema utilizando el supuesto de que el mercado es un casino. Niederhofer operó con éxito hasta que la crisis de la deuda internacional de 1982 modificó la naturaleza del juego. Esta persona tuvo la entereza poco común de cerrar las operaciones antes de perder todo el dinero que había ganado anteriormente para mí. Yo podría afirmar que un enfoque que me permitiera reconocer el momento en que no funciona es un enfoque válido; no obstante, de algún modo resulta más convincente demostrarlo en una coyuntura en la cual funciona.

Estas dos reflexiones avanzan mucho hacia una explicación de mi éxito financiero durante el experimento. También sirven para descalificarlo como un experimento científico. En primer lugar, se supone que el hecho de realizar un experimento no influye en el resultado; en mi caso, influyó. En segundo lugar, se supone que las teorías científicas son universalmente válidas, en tanto que las mías sólo parecen operar en forma intermitente. Pero la divergencia con respecto a un experimento científico es mucho más profunda. Nunca he reclamado un status científico para mi marco teórico. Por el contrario, he señalado que los procesos reflexivos no pueden ser predichos por un método científico, y el experimento en tiempo real fue un intento deliberado de investigar un método alternativo. Para indicar de qué se trata, describí ese método alternativo como una alqui-



mia. Los métodos científicos tratan de comprender las cosas tal como son, en tanto que la alquimia trata de generar un estado de cosas deseado. Dicho de otra manera, el objetivo primordial de la ciencia es la verdad; el de la alquimia, el éxito operativo.

En la esfera de los fenómenos naturales no existe ninguna distinción entre ambos objetivos. La naturaleza obedece leyes que operan en forma independiente del hecho de ser comprendidas o no; la única manera de que el hombre pueda plegar la naturaleza a su voluntad consiste en comprender y aplicar estas leyes. Este es el motivo por el cual la alquimia ha fracasado y las ciencias naturales reinan en forma soberana. Pero los fenómenos sociales son diferentes: cuentan con participantes que piensan. Los acontecimientos no obedecen leyes que operan independientemente de lo que cada uno cree. Por el contrario, su actividad mental forma parte integral del tema. Esto crea para la alquimia una oportunidad que estaba ausente en la esfera de las ciencias naturales. Se puede lograr un éxito operativo sin alcanzar el nivel del conocimiento científico. Por el mismo motivo, el método científico se vuelve tan ineficaz para tratar los acontecimientos sociales como lo era la alquimia para alterar el carácter de las sustancias naturales. En el próximo capítulo volveré a la difícil situación de las ciencias sociales; aquí quiero investigar el alcance de la alquimia.

El experimento en tiempo real muestra que mi enfoque tiene más éxito en el trato con los mercados financieros que con el mundo real. La razón aflora con rapidez: los propios mercados financieros funcionan en forma imperfecta como un mecanismo para predecir los acontecimientos en el mundo real. Hay siempre una divergencia entre las expectativas prevalecientes y el curso real de los acontecimientos. El éxito financiero depende de la capacidad de prever las expectativas prevalecientes, y no los acontecimientos del mundo real. Pero, tal como lo hemos visto, raras veces mi enfoque produce predicciones firmes, incluso acerca de la evolución futura de los mercados financieros; representa tan sólo un marco para comprender el curso de los acontecimientos a medida que se desarrollan. Si



presenta alguna validez, eso se debe al hecho de que el marco teórico corresponde a la forma en que operan los mercados financieros.

Esto significa que tales mercados formulan hipótesis acerca del futuro, y luego las someten a la prueba que representa el curso real de los acontecimientos. Las hipótesis que sobreviven la prueba se ven fortalecidas; aquellas que fracasan son descartadas. La principal diferencia entre el autor de este libro y los mercados es que los mercados parecen emprender un proceso de ensayo y error sin que sus participantes comprendan plenamente lo que está sucediendo, mientras que yo lo hago conscientemente. Se puede presumir que ése es el motivo por el cual puedo operar mejor que el mercado.

Si este punto de vista es correcto, los mercados financieros presentan una curiosa semejanza con el método científico: ambos implican poner a prueba ciertas hipótesis. Pero hay una diferencia fundamental: en la ciencia, las pruebas sirven para establecer la verdad; en los mercados financieros, el criterio es el éxito operativo. En contraposición con las ciencias naturales, los dos criterios no coinciden. ¿Cómo podrían hacerlo? Los precios del mercado expresan siempre una inclinación prevaleciente, mientras que las ciencias naturales trabajan con un criterio objetivo. Las teorías científicas son juzgadas por los hechos; las decisiones financieras son juzgadas por las distorsionadas opiniones de los participantes. En lugar de emplear el método científico, los mercados financieros constituyen la expresión concreta del método de la alquimia.

Esta interpretación de los mercados financieros como un mecanismo para poner a prueba ciertas hipótesis es a la vez novedosa y estimulante. El hecho de que no sea generalmente aceptada acrecienta el desafío. ¿De qué manera los mercados pueden poner algo a prueba cuando los participantes no saben lo que están haciendo? La respuesta debe encontrarse en los resultados que logran. Intente proponer una hipótesis no formulada, y obtendrá un resultado basado en la alternativa entre el acierto y el error. Por contraste, cuando usted formula deliberadamente sus hipótesis, puede superar constantemente los promedios del mercado, a condición de que sus pre-



dicciones específicas no estén demasiado lejos de la marca. Tratar el mercado como un mecanismo para poner a prueba ciertas hipótesis parece una hipótesis eficaz. Produce resultados mejores que un "camino al azar".

Esta conclusión corrobora el enfoque que he adoptado, por sobre el método científico. Si acatamos los métodos de las ciencias naturales, llegamos a la teoría del camino al azar. Las hipótesis que se están poniendo a prueba deben ser dejadas de lado, porque no constituyen hechos, y lo que nos queda entre las manos es un revoltijo de azarosas fluctuaciones de precios. Por el otro lado, si examinamos la situación desde el punto de mira de un participante, descubrimos un proceso de ensayo y error. No es fácil comprender el sentido de un proceso: muchas personas participan con tan sólo una vaga idea de lo que está ocurriendo, y debo confesar que la sensación de estar recorriendo un camino al azar no deja de resultarme familiar. Mis intentos de formular conjeturas acerca del futuro sólo funcionan en forma intermitente; a menudo, lo único que obtengo es un ruido blanco. Pero cuando logro formular una conjetura que valga la pena, los resultados pueden ser muy gratificantes, como lo demuestra la Fase 1 del experimento. E incluso si mis percepciones presentan fallas, como sucedió con frecuencia en la Fase 2, dispongo de un criterio que puedo utilizar para identificar mis errores: el comportamiento del mercado.

El experimento en tiempo real ha mostrado hasta qué punto mi proceso de toma de decisiones está influido por la acción del mercado. A primera vista, esto parece contradecir mi opinión originaria de que los mercados están siempre equivocados. Pero la contradicción es más aparente que real. Los mercados proveen el criterio mediante el cual se juzgan las decisiones de inversión. Por otra parte, desempeñan un papel causal en cuanto a moldear el curso de los acontecimientos. En el mundo real, se dispone con mayor facilidad de información que de acontecimientos; por ende, la acción del mercado ofrece el mecanismo de *feedback* más conveniente para evaluar las propias expectativas. No se necesita considerar que el



mercado tiene siempre razón para poder usarlo en este sentido. Si así fuera, sería poco lo que se podría ganar con un mecanismo de *feedback*, porque en tal caso la perspectiva de superar las marcas del mercado se convertiría en un asunto de pura suerte. Tal como lo discutiré en el Capítulo 17, la opinión de la teoría económica clásica de que el mecanismo del mercado asegura la asignación óptima de los recursos es falsa; su verdadero mérito consiste en proveer un criterio que permite a los participantes reconocer sus propias concepciones erróneas. Pero es importante comprender qué tipo de criterio proporciona el mercado; lejos de tener siempre razón, incorpora siempre la tendencia prevaleciente. Si los participantes operaran siguiendo la errónea noción de que el mercado tiene siempre razón, el *feedback* que obtendrían sería engañoso. En realidad, creer que existen mercados eficientes los vuelve aún más inestables, al poner en cortocircuito el proceso de corrección que se produciría si los participantes reconocieran que los mercados están siempre bajo la influencia de inclinaciones subjetivas. Cuanto más se cree en la teoría de los mercados eficientes, tanto menos eficientes se vuelven esos mercados.

¿Hasta qué punto son eficaces los mercados financieros al predecir la evolución del mundo real? Examinando mis registros, es notable advertir cuántas calamidades que preví no se materializaron. Los mercados financieros deben haber reflejado las mismas preocupaciones; de otra manera, mis falsas expectativas no podrían haber resultado tan rentables. Esto plantea una posibilidad interesante. Tal vez algunos de los acontecimientos que preví fueron descontados por otros a partir de una prioridad de la cual gozaban por el hecho de que habían sido anticipados por el mercado, y este último provocó una reacción que impidió que se produjeran. Esto parece ser lo que ocurrió en el colapso del sistema bancario, en el del dólar y en el del "mercado alcista más importante de toda una vida", que debería haber sido seguido por un crack al estilo de 1929. Las autoridades monetarias llegaron a preocuparse hasta tal punto por la excesiva efervescencia de los mercados financieros, que finalmente



se negaron a proveer el exceso de liquidez que habría creado una burbuja especulativa. Su acción no fue ni reflexiva ni unánime. En los Estados Unidos, Volcker se oponía a proveer un exceso de liquidez, pero fue derrotado en el Comité de Mercado Abierto, y debió apelar a Alemania para que participara en una ronda de reducciones de las tasas de interés. Cuando el secretario Baker presionó para poner en marcha otra ronda, los alemanes se echaron atrás, y la disputa resultante casi hizo naufragar el proceso del Grupo de los Cinco. Los japoneses elaboraron su propio remedio, pero cuando se lo puso en práctica, la burbuja especulativa se había desarrollado en medida suficiente para precipitar un derrumbe más o menos completo de la Bolsa japonesa. ¡No puede extrañar que el autor de este libro tuviera dificultades para reconocer la prematura muerte del "mercado alcista más importante de toda una vida"!\*

Es posible que los Estados Unidos seguirán creando un exceso de liquidez, pero considero improbable que eso cause una burbuja especulativa, porque la confianza no ha quedado sacudida en exceso. Es más probable que los inversores huyan hacia la liquidez y el oro. Cuando reconocí finalmente que los mercados pueden anticipar las catástrofes que prevén, llegué a la conclusión de que vivimos en una época de profecías que se derrotan a sí mismas.

El colapso de los precios del petróleo no parece encuadrarse en esta línea, porque se produjo; pero eso podría ser atribuido al hecho de que, o yo o las autoridades hemos comprendido mal sus terribles consecuencias. Yo esperaba repercusiones tan graves en el sistema bancario y en la economía que llegué a considerar indispensable un impuesto sobre las importaciones de petróleo, aunque parece que nos hemos arreglado perfectamente sin él. Al final, le correspondió a la OPEP actuar de común acuerdo, si bien el actual arreglo no es más permanente que el proceso del Grupo de los Cinco; en ambos casos, falta aún comenzar a representar el drama.

Esta línea argumental abre un escenario fascinante. Tal vez haya

\* Escrito antes de la reactivación del mercado alcista en enero de 1987.



descubierto no sólo una forma razonablemente efectiva de operar en los mercados financieros, sino un modelo real de la forma en que operan los mercados en el mundo real. Los modelos en uso actualmente se basan en la errónea creencia de que los mercados sólo pueden vislumbrar los acontecimientos, pero no están en condiciones de moldearlos. Mi enfoque reconoce que los mercados financieros también pueden precipitar o abortar acontecimientos futuros. Siguiendo esta línea de pensamiento, es posible que hayamos estado oscilando al borde de una espiral deflacionaria y a la vez de una caída libre del dólar —para no mencionar otras calamidades financieras— y nos hayamos salvado de ellas tan sólo gracias a las señales de peligro emitidas por los mercados financieros. En otras palabras, estos mercados anticipan constantemente los acontecimientos, del lado positivo y también del negativo. Estos acontecimientos dejan de materializarse justamente porque han sido previstos. ¡No puede sorprender que los mercados financieros se exciten tanto al prever acontecimientos que resultan tan inofensivos, mirados en forma retrospectiva! Un viejo chiste dice que los mercados accionarios han predicho siete de las dos últimas recesiones. Ahora podemos comprender por qué debería ser así. Por el mismo motivo, los cracks financieros tienden a ocurrir únicamente cuando no son esperados. Este último punto no debería ser exagerado. Hay muchos acontecimientos que suceden realmente, a pesar de que fueron ampliamente previstos. El colapso de los precios del petróleo es un ejemplo; el estallido de la Segunda Guerra Mundial fue otro. Se ha puesto de moda estar en contra, pero apostar contra las expectativas prevalecientes está lejos de ser una actitud segura. Se recordará que en el modelo de auge/derrumbe los acontecimientos tienden a reforzar durante la mayor parte del tiempo las expectativas prevalecientes, y sólo las contradicen en los puntos de inflexión; pero estos últimos son notoriamente difíciles de identificar. Ahora que las posiciones contrarias se han convertido en la tendencia prevaleciente, me he convertido en un decidido *anticontrario*.



# 16

## EL DILEMA DE LAS CIENCIAS SOCIALES

**A**hora estamos en condiciones de apreciar la difícil situación de las ciencias sociales. El método científico se basa en el supuesto que un experimento con éxito corrobora la validez de la hipótesis para probar la cual fue elaborado. Pero cuando intervienen participantes que piensan, el éxito experimental no asegura la verdad o la validez de los enunciados que se están poniendo a prueba. El experimento en tiempo real representa un ejemplo: predicciones no concluyentes y en ciertas ocasiones manifiestamente falsas fueron coronadas por el éxito financiero. Debe admitirse que el experimento no tuvo un carácter científico; me esforcé mucho en destacar su carácter de alquimia. Pero el hecho mismo de que la alquimia puede tener éxito plantea problemas acerca del método científico; y el hecho de que las teorías científicas no parecen capaces de producir resultados superiores agrava la situación. Sostendré en lo que sigue que las ciencias sociales representan una falsa metáfora, y estaremos mejor si las reconocemos como tales.

El método científico funciona bien en todos los casos en que los hombres de ciencia disponen de un criterio objetivo, a partir del cual se pueda evaluar la verdad o la validez de sus enunciados. La comprensión de los científicos no es nunca perfecta, pero el criterio objetivo permite corregir las malas interpretaciones. El método



científico es un proceso interpersonal, en el cual el aporte de cada participante es sometido a la evaluación crítica de todos los demás. Sólo cuando todos los participantes son guiados por el mismo criterio, el proceso crítico es capaz de producir resultados que puedan ser considerados como conocimientos. Ese es el motivo por el cual disponer de un criterio objetivo resulta indispensable para el éxito del método científico.

Los hechos desempeñan el papel de un criterio objetivo. Los enunciados que corresponden a los hechos son verdaderos; en caso contrario, son falsos. Por desgracia, los hechos no siempre son tan confiables como este simple enunciado los hace parecer. Sólo pueden servir como un criterio objetivo cuando son totalmente independientes de los enunciados relacionados con ellos. Es lo que ocurre en las ciencias naturales, donde un hecho sigue a otro, sin tener en cuenta lo que piense cualquiera. Pero no ocurre lo mismo en las ciencias sociales, en las que los acontecimientos incorporan la tendencia de los participantes. Destaquemos que la interferencia no proviene sólo de los científicos sino también de los participantes. Si la actividad mental de los participantes no desempeñara un papel causal en moldear el curso de los acontecimientos, ningún observador podría influir sobre ellos formulando enunciados al respecto, y la situación de los científicos sociales no sería distinta de quienes se dedican a las ciencias naturales. Lo que crea el problema es la actividad mental de los participantes.

La estructura de los acontecimientos en los cuales no intervienen participantes dotados de una actividad mental es simple: un hecho sigue a otro, en una cadena causal sin fin. La presencia de participantes que piensan complica enormemente la estructura de los acontecimientos: su actividad mental afecta su curso, y éste, a su vez, afecta el pensamiento de los participantes. Para empeorar las cosas, los participantes ejercen influencias y se afectan entre sí.

Si esa actividad mental guardara relación con los hechos, no habría problemas: el observador científico podría ignorarla y concentrarse en ellos. Pero no se puede determinar en forma precisa la



relación, porque la actividad mental de los participantes no está relacionada con los hechos, sino con los acontecimientos en que participan, y tales acontecimientos se convierten en hechos sólo después de que esa actividad mental ha efectuado su impacto sobre ellos. Por consiguiente, la cadena causal no conduce directamente de un hecho a otro, sino de un hecho a su percepción, y de ésta al hecho, con toda clase de conexiones adicionales entre los participantes, que no se reflejan plenamente en los hechos.

¿De qué manera esta compleja estructura afecta la capacidad de un observador de formular enunciados válidos cerca del curso de los acontecimientos? Sus enunciados deben ser asimismo más complejos. En particular, deben dejar un margen para una diferencia fundamental entre el pasado y el futuro: los acontecimientos pasados son el tema de un registro de lo ocurrido, en tanto que el futuro es intrínsecamente impredecible. La explicación se vuelve una tarea más fácil que la predicción, como lo ilustra el experimento en tiempo real. Las generalizaciones no se aplican al futuro con tanta fuerza como al pasado, y la hermosa simetría que caracteriza el modelo deductivo-nomológico queda destruida. Esto va contra el núcleo de las generalizaciones científicas, que supuestamente son válidas sin limitación de tiempo.

Es posible establecer generalizaciones universalmente válidas—lo demuestran las que propuse acerca de los tipos de cambio libremente fluctuantes—pero no se las puede usar para predecir el curso de los acontecimientos. Aún más, los hechos no proveen un criterio adecuado mediante el cual se pueda juzgar la validez de las generalizaciones, porque en los temas en estudio hay mucho más que hechos. La comprobación de que una predicción resulta verdadera no convalida necesariamente la teoría en que se basa y, a la inversa, una teoría válida no genera necesariamente predicciones que puedan ser contrastadas con los hechos.

En efecto, la secuencia de los acontecimientos sociales no puede ser comprendida en forma apropiada si limitamos nuestra atención a los hechos. La actividad mental de los participantes es una parte



integral de la situación en la cual participan; tratar tal situación como si se estuviera compuesta exclusivamente por hechos distorsiona el tema en estudio. El modelo D-N del método científico, que reseñamos brevemente en el capítulo I, se basa en una separación estricta entre los hechos y los enunciados. Por tal motivo, nos vemos obligados a llegar a la conclusión de que el modelo D-N no es aplicable al estudio de los acontecimientos sociales.

Representaría un error equiparar el modelo D-N con el método científico. Incluso la teoría de la ciencia reconoce otros modelos, especialmente los estadísticos o probabilísticos, y admite leyes relativas a un caso ideal, como en la teoría económica. Además, la práctica de la ciencia difiere significativamente de su teoría, y el estudio de tales diferencias ha originado nuevos refinamientos en la teoría de la ciencia después de que se elaboró el modelo D-N. No obstante, el modelo D-N encarna el ideal por el cual lucha el método científico: obtener generalizaciones universalmente válidas, que se puedan utilizar para la predicción y la explicación con igual fuerza, y que puedan ser sometidas a pruebas. Las ciencias naturales tienen tantos logros a su favor que pueden prescindir de modelos teóricos y perseguir sus investigaciones cualquiera sea el lugar hacia donde lleven; en cambio, las ciencias sociales, justamente porque han logrado menos éxito, tienen una mayor necesidad del prestigio que puede otorgar el modelo D-N. Abandonar el modelo D-N significa también dejar de lado aquello que es más valioso, persuasivo y atractivo en la ciencia.

Pero ésa es tan sólo la mitad de la historia. Cuando el curso de los acontecimientos es influido por la inclinación de los participantes, los acontecimientos futuros están abiertos a las manipulaciones de los observadores, en una forma que no es posible en las ciencias naturales. Es el punto que el autor de este libro trataba de fijar cuando hablaba de la alquimia. Como esta última es incapaz de influir en los fenómenos naturales, las ciencias sociales enfrentan un problema que no tiene equivalentes en las ciencias naturales. El proceso crítico que es el fundamento de la ciencia sólo funciona sin proble-



mas cuando los participantes comparten el mismo objetivo. El propósito declarado de la ciencia es la búsqueda de la verdad; pero cuando el tema en estudio está abierto a la manipulación, los participantes pueden estar más interesados en cambiar el curso de los acontecimientos que en comprenderlos. El hecho de que pueden acrecentar su influencia reclamando un status científico para sus puntos de vista mina aún más el proceso crítico.

¿Cómo proteger el método científico contra la subversión? Eso requiere repudiar la doctrina de la unidad de la ciencia. La gente participa en la actividad científica con diversas motivaciones. A los fines que perseguimos, podemos distinguir entre dos objetivos principales: la búsqueda de la verdad y la búsqueda de lo que podríamos llamar el éxito operativo. En las ciencias naturales, ambos objetivos coinciden: los enunciados verdaderos funcionan mejor que los falsos. No ocurre lo mismo en las ciencias sociales: ciertas ideas falsas pueden ser eficaces a causa de su influencia sobre el comportamiento de la gente y, a la inversa, el hecho de que una teoría o una predicción funcionan no brinda una prueba concluyente de su validez. El marxismo proporciona un ejemplo sobresaliente del primer tipo de divergencias, y mi propia predicción sobre el "mercado alcista más importante de toda una vida", de la segunda.

La divergencia entre la verdad y el éxito operativo o experimental mina el método científico en más de una forma. Por una parte, vuelve menos eficaces las teorías científicas; por la otra, permite que ciertas teorías no científicas logren un éxito operativo. Resulta aún peor el hecho de que una teoría alquímica pueda sacar provecho asumiendo una apariencia científica. No podemos eliminar las dos primeras limitaciones, porque son inherentes al tema; pero podemos protegernos contra la tercera. Sólo necesitamos reconocer las limitaciones del método científico cuando éste se dispone a tratar las situaciones sociales. Es lo que propongo hacer al afirmar que las ciencias sociales constituyen una falsa metáfora. Esto significa que los métodos de las ciencias naturales no son aplicables al estudio de los acontecimientos sociales. Pero no significa —dicho sea con énfasis—



sis— que debemos abandonar la búsqueda de la verdad en el estudio de los acontecimientos sociales.

Tratar de argumentar acerca de las motivaciones sería totalmente contraproducente. Cada aporte debe ser valorado de acuerdo con sus propios méritos, y no sobre la base de sus intenciones. En caso contrario, el proceso crítico que constituye el núcleo del método científico se convertiría en un extremo desorden. Es digno de señalar que dos escuelas de pensamiento que insistieron en juzgar los aportes según sus fuentes, más que según sus méritos intrínsecos, a saber, el marxismo y el psicoanálisis, fueron también las que mayor éxito tuvieron en subvertir el método científico. La única forma de protegernos contra la subversión consiste en establecer una convención especial para el estudio de los fenómenos sociales.

En lugar de exigir que los aportes sean volcados en el molde D-N para merecer el título de científicos, tratemos las teorías del tipo D-N como una forma de alquimia social. Esta convención no descalificaría automáticamente toda teoría, predicción o explicación que reclame un status científico, sino que colocaría el peso de la prueba sobre ellas para que justifiquen su pretensión. Eso impediría el abuso del método científico con fines alquímicos y permitiría que ciertas teorías, como la mía, que no producen predicciones incondicionales, puedan ser calificadas como aportes válidos. Esta convención es necesaria, porque sin ella los argumentos que presento en este libro deberían ser repetidos en todos y cada uno de los casos, y esto no sería práctico, por decir poco. ¡Traten de convencer a un marxista de que el marxismo no es científico!

Estoy apasionadamente interesado en la búsqueda de la verdad, pero también sé plenamente que necesito lograr el éxito operativo para que mis puntos de vista encuentren una audiencia. Tal como lo admití antes, ésa fue una fuerza impulsora fundamental del experimento en tiempo real. Mi éxito en la Bolsa ha tenido el efecto liberador de permitirme decir lo que pienso. Me encuentro en la afortunada situación de no necesitar un éxito operativo como un hombre de ciencia, pues lo he alcanzado como un participante.



Pero las personas que se dedican a las profesiones académicas no tienen tanta suerte: compiten directamente con otros científicos naturales en busca de status y fondos. Las ciencias naturales han sido capaces de producir generalizaciones universalmente válidas y predicciones incondicionales. En ausencia de una convención en sentido contrario, los científicos sociales se encuentran bajo una gran presión para llegar a resultados similares. Por esto se producen tantas fórmulas de aspecto científico. El hecho de declarar que las ciencias sociales son una falsa metáfora los liberaría de verse obligados a imitar las ciencias naturales.

Al margen de las actividades académicas, hay muchos campos donde los participantes pueden obtener un éxito operativo reclamando un status científico para sus puntos de vista. La predicción financiera es uno de esos campos; la política representa otro. La historia de las ideas está llena de ejemplos. El marxismo es el credo político que ha utilizado un aspecto científico en la forma más intencionada, pero también las políticas de *laissez-faire* extraen su fuerza intelectual de una teoría científica -la teoría de la competencia perfecta- y Freud estaba tan decidido a reclamar un status científico como Marx. No tengo motivos para impugnar las motivaciones de otros. Después de todo, tengo un deseo de ver aceptadas mis ideas tan irresistible como cualquier otro, y estoy reuniendo todos los argumentos que puedo encontrar a mano para sostener mis puntos de vista. Además, en mi encarnación anterior como un analista bursátil, adopté a menudo puntos de vista cuyo carácter distorsionado conocía, en aras de su efecto operativo; en consecuencia, no soy más santo que cualquier otro.

La cuestión no se ubica en el plano de las motivaciones, sino del efecto operativo. La estructura de los acontecimientos sociales muestra que todas las predicciones están supeditadas a las decisiones de los participantes. No obstante, a menudo la búsqueda del éxito operativo impulsa a la gente a tratar de competir con las ciencias naturales, haciendo predicciones más incondicionales. Esto ejerce el efecto operativo de poner en peligro la búsqueda de la ver-



dad en el estudio de los fenómenos sociales. Hasta tanto prevalezca la doctrina de la unidad de la ciencia, habrá un conflicto directo entre la búsqueda de la verdad y la del éxito operativo. Este conflicto sólo puede ser resuelto renunciando a esa doctrina.

Me he eximido de los rigurosos requerimientos del modelo D-N renunciando a la doctrina de la unidad de la ciencia. Fui aún más lejos: afirmé que la búsqueda de la verdad prohíbe formular predicciones incondicionales. ¿Significa eso que los tipos de conjeturas que produce son los mejores que es posible obtener? Con seguridad, no. Es preferible considerar el experimento en tiempo real como el esfuerzo de un aficionado, que debería ser mejorado cuando se desarrollen en forma más amplia las aptitudes profesionales apropiadas.

## Quinta Parte

# La Receta

## LOS MERCADERES CONTRA LA REGULACIÓN

El comercio español reclama para sí el monopolio de la importación de los productos extranjeros que no se producen en España. Este monopolio es el resultado de la política proteccionista que se ha seguido desde la creación de la Aduana de Pasaia. La política proteccionista, al proteger el comercio nacional, ha permitido al comercio español el desarrollo de su industria y su agricultura. Sin embargo, la política proteccionista ha creado un monopolio de la importación de los productos extranjeros que no se producen en España. Este monopolio es el resultado de la política proteccionista que se ha seguido desde la creación de la Aduana de Pasaia.

Se supone que el comercio español se beneficia de la importación de los productos extranjeros que no se producen en España. Sin embargo, la política proteccionista ha creado un monopolio de la importación de los productos extranjeros que no se producen en España. Este monopolio es el resultado de la política proteccionista que se ha seguido desde la creación de la Aduana de Pasaia.

Desde tiempos muy antiguos, el comercio español se beneficia de la importación de los productos extranjeros que no se producen en España. Sin embargo, la política proteccionista ha creado un monopolio de la importación de los productos extranjeros que no se producen en España. Este monopolio es el resultado de la política proteccionista que se ha seguido desde la creación de la Aduana de Pasaia.





# 17

## LOS MERCADOS LIBRES CONTRA LA REGULACIÓN

**E**s casi redundante criticar aún más el concepto de equilibrio. En el primer capítulo afirmé que ese concepto es de carácter hipotético, y que su importancia para el mundo real es un tema abierto a la discusión. En los capítulos siguientes, examiné diversos mercados financieros, así como ciertos aspectos macroeconómicos, y mostré que no revelaban ninguna tendencia hacia el equilibrio. Indudablemente, tiene más sentido afirmar que los mercados tienden hacia excesos, que tarde o temprano se vuelven insostenibles, de tal modo que con el tiempo son corregidos.

Se supone que el equilibrio asegura la asignación óptima de los recursos. Si los mercados no tendieran hacia un determinado equilibrio, el principal argumento que se ha utilizado en favor del mecanismo del mercado perdería su validez; no tenemos ningún fundamento para creer que los mercados optimizan cualquier cosa.

Puede parecer una conclusión sorprendente, pero está muy lejos de serlo. El concepto de un óptimo es tan ajeno a un mundo en el cual los participantes operan sin el beneficio de un perfecto conocimiento como lo es el concepto de un equilibrio, y por la misma razón: ambos conceptos presuponen un perfecto conocimiento. Por ende, no puede sorprender de ninguna manera que ambos demuestren tener una escasa importancia para el mundo real.



Se pueden presentar otros argumentos en favor del mecanismo del mercado. Una línea interesante de discusión parece emerger del examen que realizamos en el Capítulo 15. Allí interpreté los mercados financieros como un proceso en cierto modo afín al método científico; es decir, como un proceso de ensayo y error, en el cual el precio de mercado al terminar el experimento sirve como un criterio para juzgar el experimento. Este criterio no llena los requisitos del método científico, porque el precio de mercado no es independiente de las decisiones de los participantes en el mismo sentido en que los hechos estudiados por los científicos naturales son independientes de los enunciados que los científicos formulan sobre ellos. No obstante, resulta un criterio útil, porque es tan real y tan capaz de someterse a la observación científica como cualquier fenómeno natural. Además, es de interés vital para los participantes en el mercado. Por ende, el mecanismo del mercado tiene el mérito de proveer un criterio objetivo, aunque sea sesgado, es decir, inclinado hacia un lado determinado.

Sólo podemos apreciar todo su mérito cuando examinamos lo que ocurre en su ausencia. Con ese fin, debemos dirigir nuestra atención hacia las economías planificadas centralmente, las cuales, en reacción contra las deficiencias de las economías de mercado, han soslayado el uso de los mecanismos de fijación de precios. La producción debe ser medida en cantidades físicas, y las distorsiones resultan mucho peores que los excesos del mercado.

Winston Churchill dijo una vez que la democracia es la peor forma de gobierno, con la excepción de todas las demás. Se puede decir lo mismo del mecanismo del mercado: es el peor sistema para asignar los recursos, con la excepción de todos los demás. Existen, por cierto, similitudes significativas entre el mecanismo de las elecciones y el del mercado. Sería difícil alegar que las elecciones optimizan el liderazgo político de un país: las aptitudes necesarias para atraer votos guardan escasa relación con las que un candidato necesitará una vez que ocupe su cargo. No obstante, el hecho mismo de que deba presentarse a las elecciones impone una



disciplina que contribuye a impedir algunos de los excesos más notorios.

Tal vez el valor de un criterio objetivo sea apreciado mejor en una forma subjetiva. Vivimos todos en un mundo de fantasía. Como tengo afinidad con las ideas abstractas, tal vez posea mayor aptitud para dejarme llevar a un mundo creado por mí mismo que muchas otras personas. Los mercados me han ayudado siempre a preservar mi sentido de la realidad. Puede parecer paradójico que mi sentido de la realidad esté enraizado en los mercados, cuando éstos se comportan a menudo de una manera tan extraña que impresionan a otros observadores como irreales.

Sin embargo, como un participante en el mercado, no tengo meramente conciencia de estar conectado con la realidad: la siento realmente en mis entrañas. Reacciono frente a los acontecimientos en la plaza financiera de la misma manera en que un animal reacciona frente a lo que ocurre en la jungla. Por ejemplo, solía ser capaz de prever un desastre inminente, porque se manifestaba bajo la forma de un dolor de cabeza. Desde luego, no podía decir cuál sería la forma que tomaría el desastre: en el momento en que podía identificarla, el dolor de cabeza se desvanecía. Hubo un momento en que mi compromiso con el mercado lo abarcaba todo, con gran perjuicio para mi relación con los seres humanos. A menudo los acontecimientos llegaban hasta mí como un ruido blanco: no podía encontrarles sentido. Por ejemplo, durante el experimento en tiempo real, la evolución del mercado presentaba perfiles nítidos; durante el período de control, los contornos se volvieron más borrosos.

Es interesante observar de qué manera mi compromiso con el mercado se relaciona con mi capacidad de organizar ideas abstractas. Se podría pensar que el hecho de estar activo en el mercado interferiría con la tarea de escribir, pero parece ocurrir lo contrario: la responsabilidad de tener que tomar decisiones de inversión me impide quedar demasiado divorciado de la realidad. Durante los tres años en que escribí *La Carga de la Conciencia*, perdí mi capacidad de ganar dinero en la Bolsa, y eventualmente me extravié en mis



propias abstracciones. Después, durante los tres años en que traté de encontrarle sentido al problema de la deuda internacional, comprobé que mi capacidad de operar en el mercado disminuía y, lo que es peor, percibí que mi análisis del problema de la deuda se estaba alejando crecientemente de la realidad. En cambio, el experimento en tiempo real llevó a un alto nivel tanto mis actividades de inversión como mi capacidad para expresarme.

Menciono estas circunstancias porque pueden tener una importancia más que subjetiva. Si hubiese sido un académico, podría haber persistido en mi análisis del problema de la deuda, y si la realidad se hubiese negado a adaptarse a mis expectativas, podría haber defendido mi análisis echándole la culpa a factores ajenos a la cuestión. Algunas de mis expectativas, eventualmente, se cumplieron, si bien con una demora de varios años. Como un hombre orientado hacia el mercado, consideré intolerable tal demora, y me sentí obligado a investigar e identificar las fallas de mi argumentación. Si hubiese sido un académico, podría haber proclamado que había sido reivindicado. El punto que estoy tratando de aclarar es que el mercado es un supervisor más duro que un debate académico.

Sin embargo, resulta fácil exagerar las ventajas de tener a nuestra disposición un criterio objetivo. Hemos adquirido una fijación tan grande con los criterios objetivos, que nos inclinamos a atribuirles un valor que no poseen intrínsecamente. La ganancia, la línea de base, la eficiencia, asumen el aspecto de fines en sí mismos, en lugar de ser medios para un fin. Tendemos a medir cualquier actividad según la cantidad de dinero que produce. Los artistas son valorados de acuerdo con los precios a los cuales se venden sus productos.

Lo que es aún peor, a menudo queremos extraer ganancias de actividades que deberían tener otras motivaciones. Los políticos quieren ganar honorarios con sus conferencias y venden sus memorias; los asistentes de la Casa Blanca se transforman en lobbistas; los generales a cargo de las compras de insumos para las industrias de defensa van a la caza y a la pesca de empleos lucrativos en esas industrias, y los abogados hacen lo mismo, trabajando para organis-



mos reguladores. El motivo del lucro se ha vuelto tan universal que nos resulta difícil aceptar que alguien esté motivado por consideraciones distintas que la ganancia. Un ejecutivo norteamericano encuentra molesto que un inglés no esté dispuesto a cambiar de lugar de trabajo e ir a otro país en busca de un mejor empleo; un negro sudafricano que prefiere destruir la civilización en lugar de conservar el *apartheid* nos impresiona como alguien positivamente bárbaro, para no mencionar un fenómeno como el fundamentalismo islámico, que está totalmente más allá de nuestra capacidad de comprensión.

Examinemos más de cerca el tipo de criterio que proporcionan los precios de mercado. La distinción que hemos trazado entre el método científico y la alquimia nos resultará útil. He alegado que en el estudio de los fenómenos sociales debemos distinguir entre dos tipos de validez: uno asociado con la verdad, el otro con la efectividad. En las ciencias naturales, falta esta distinción: las teorías sólo son eficaces si son ciertas; éste es el motivo por el cual la alquimia no obtiene resultados positivos. Siguiendo esta línea de pensamiento, podemos señalar que el precio de mercado provee un criterio de eficacia, pero no un criterio de verdad. Los futuros precios de mercado determinarán de qué manera se comportan los diversos participantes, pero no determinarán si su conocimiento es correcto. Sólo si los precios de mercado tendieran hacia un equilibrio los dos criterios se fusionarían: en ese caso, el precio de mercado sería el precio "correcto".

Podemos advertir en este momento hasta qué punto es importante el concepto de equilibrio. Sirve como un puente entre las ciencias naturales y las sociales, y elimina la perturbadora dicotomía entre la verdad y la eficacia que caracteriza el estudio de los fenómenos sociales. Por desgracia, ese puente no se mantiene en pie, porque el conocimiento imperfecto vuelve inadecuado el concepto de equilibrio. Sin una tendencia innata hacia el equilibrio, el curso de los acontecimientos no puede ser determinado por el método científico; pero los métodos de la alquimia pueden darle forma.



El intento de trasladar los métodos y los criterios de las ciencias naturales a la esfera social es insostenible. Origina expectativas infladas, que no se pueden cumplir. Tales expectativas van mucho más allá de la cuestión inmediata del conocimiento científico, y colorean toda nuestra actividad mental. La creencia de que la política económica debería proponerse la asignación óptima de los recursos ha dominado el pensamiento político —y la acción política— desde mediados del siglo XIX.

Quienes estaban a la izquierda querían que el Estado se hiciera cargo de la asignación; los que estaban situados a la derecha querían dejarla librada al mecanismo del mercado. Bajo la influencia del marxismo, la búsqueda del óptimo condujo al abandono total del mecanismo del mercado en extensas zonas del mundo. Aun en las economías orientadas hacia el mercado, se atribuyó al Estado un gran papel en la corrección de las imperfecciones de su mecanismo. Gradualmente, los nocivos efectos colaterales de la intervención estatal se han vuelto evidentes en forma creciente, y la tendencia prevaleciente ha oscilado de nuevo en favor de los mercados libres.

Estamos totalmente dispuestos a reconocer la falacia en el marxismo, pero nos sentimos mucho menos inclinados a admitir que la teoría de la competencia perfecta presenta una falacia similar. Ambos están contruidos sobre el supuesto del conocimiento perfecto. En uno de los casos, ese supuesto produce el equilibrio del mercado; en el otro, encuentra su expresión en una predicción incondicional del curso de la historia. Vale la pena señalar que ambas teorías se originaron en el siglo XIX, cuando no se habían reconocido aún las limitaciones del conocimiento, y la ciencia reinaba en forma soberana.

Una vez que reconozcamos que el óptimo es inalcanzable, estaremos en mejores condiciones para evaluar los méritos y los defectos del mecanismo del mercado. No quiero quedar involucrado en los problemas relacionados con la distribución de la riqueza, no porque no los considere importantes, sino porque mi análisis podría contribuir poco a este tema. Deseo concentrarme en una debilidad



específica del mecanismo de mercado; su inestabilidad innata.

La causa de tal inestabilidad ha sido identificada: proviene de la conexión de dos carriles —que he llamado la reflexividad— entre la actividad mental y la realidad. No opera en todos los mercados en todo momento, pero si ocurre —y cuando ocurre— no hay límites para que tanto las percepciones como los acontecimientos se alejen de cualquier cosa que pudiera ser considerada en estado de equilibrio.

La inestabilidad no es necesariamente perjudicial; en realidad, si se la describiera como un ajuste dinámico, parecería positivamente benigna. Pero llevada a los extremos, es capaz de originar súbitos reveses, que podrían asumir proporciones catastróficas. Es lo que ocurre en modo especial cuando está involucrado el crédito, porque la liquidación de los avales puede llevar a una súbita compresión de los precios de mercado. Por consiguiente, la prevención de una excesiva inestabilidad representa una condición necesaria para el funcionamiento fluido del mecanismo de mercado.

No es una condición que este mecanismo puede asegurar por sí mismo. Por el contrario, he presentado pruebas de que los mercados financieros no regulados tienden a volverse progresivamente más inestables. Las pruebas están claramente definidas en los mercados de divisas, pero son igualmente concluyentes con respecto a la expansión y la contracción del crédito. Establecer si los mercados bursátiles revelarían una intrínseca inestabilidad si no hubiera créditos de por medio sigue siendo una cuestión no resuelta, porque los auges bursátiles están siempre asociados con una expansión del crédito. Una excesiva inestabilidad sólo puede ser prevenida por algún tipo de regulación.

Qué grado de inestabilidad es excesivo constituye un tema en discusión. Los estándares varían con el tiempo. El nivel de dislocación que estamos dispuestos a tolerar ahora, tal como lo miden las cifras del desempleo, habría parecido inconcebible hace algunas décadas, cuando los recuerdos de la Gran Depresión aún estaban frescos y los inconvenientes de las políticas de pleno empleo resultaban menos evidentes. Del mismo modo, las restricciones a la rees-



tructuración de las corporaciones han sido relajadas en gran medida entre el auge de los conglomerados de los años 60 y la manía de las fusiones de la década del 80.

El problema con la regulación consiste en que también los reguladores son seres humanos, y están propensos a errar. Para evitar un comportamiento arbitrario y un abuso de poder, se requiere fijar por adelantado normas y regulaciones suficientemente flexibles para hacer frente a todas las contingencias. Las regulaciones tienden a ser rígidas y a obstaculizar la innovación. Las rigideces y las distorsiones que introducen tienden a ser tan acumulativas como lo es la inestabilidad de un mercado no regulado. Los impuestos al ingreso proveen un buen ejemplo. Cuanto más exorbitantes son las tasas y cuanto mayor es el período en que están en vigencia, tanto más difundida es la elusión de los impuestos, y tanto más complejo se vuelve el código impositivo.

No quiero mantener la discusión a un nivel tan alto de generalidad mucho tiempo más, porque podría degenerar fácilmente en frases vacías. En el capítulo siguiente, intentaré formular algunas sugerencias de política económica; aquí sólo quiero fijar una posición general. Tanto la regulación como la competencia irrestricta pueden ser nocivas cuando son llevadas hasta los extremos, pero el fracaso de un extremo no justifica pasar al otro. Los dos extremos no deberían ser tratados como alternativas sino como límites, en cuyo interior habría que fijar el equilibrio correcto. La tarea se ve complicada por nuestra tendencia innata a inclinarnos en un sentido o en otro.

En *La Carga de la Conciencia*, trabajo escrito unos veinticinco años atrás, desarrollé un esquema bastante detallado siguiendo estas líneas. Adopté la tasa de cambio como mi variable crítica, y alegué que la gente, con su conocimiento imperfecto, es propensa a exagerar en un sentido o en el otro. Uno de los extremos brinda un modo tradicional o dogmático de pensar, según el cual los arreglos existentes deben ser aceptados tal como son, porque es inconcebible que puedan ser de otro modo. El otro extremo produce una manera crí-



tica de pensar, según la cual se considera que todo es posible, hasta que se demuestre lo contrario. Cada una de estas maneras de pensar está vinculada con una forma determinada de organización social que le corresponde, con el grado de imperfección que es apropiado al conocimiento imperfecto de los participantes.

Así, el modo tradicional de pensar se asocia con la sociedad tribal, el modo dogmático con la sociedad totalitaria, y el modo crítico con la Sociedad Abierta. Es innecesario decir que al escribir ese ensayo estaba en gran medida bajo la influencia de Karl Popper. Opté por la Sociedad Abierta, pero la elección no carecía de restricciones. Se ha comprobado que a cada una de las formas de organización le faltaba algo que sólo se podía encontrar en su opuesta: la sociedad totalitaria carecía de libertad, la Sociedad Abierta carecía de estabilidad. Pero dada nuestra inclinación innata, es tan improbable alcanzar un equilibrio estable entre las dos como lo es lograr un equilibrio estable en un mercado libre. Es probable que la opinión oscile en un sentido o en el otro.

Después de casi medio siglo de lo que ahora aparece como una regulación excesiva, nos hemos movido hacia una excesiva desregulación. Cuanto antes reconozcamos que es necesario algún tipo de regulación para mantener la estabilidad, tanto mayores serán nuestras chances de preservar los beneficios de un sistema de mercado casi libre.



The first of these was the discovery of gold in California in 1848. This discovery led to a great influx of people to California, and the state became a great center of population. The second was the discovery of gold in Nevada in 1859. This discovery led to a great influx of people to Nevada, and the state became a great center of population. The third was the discovery of gold in Colorado in 1858. This discovery led to a great influx of people to Colorado, and the state became a great center of population. The fourth was the discovery of gold in Arizona in 1863. This discovery led to a great influx of people to Arizona, and the state became a great center of population. The fifth was the discovery of gold in New Mexico in 1861. This discovery led to a great influx of people to New Mexico, and the state became a great center of population. The sixth was the discovery of gold in Texas in 1856. This discovery led to a great influx of people to Texas, and the state became a great center of population. The seventh was the discovery of gold in Florida in 1845. This discovery led to a great influx of people to Florida, and the state became a great center of population. The eighth was the discovery of gold in Georgia in 1842. This discovery led to a great influx of people to Georgia, and the state became a great center of population. The ninth was the discovery of gold in Alabama in 1840. This discovery led to a great influx of people to Alabama, and the state became a great center of population. The tenth was the discovery of gold in Mississippi in 1838. This discovery led to a great influx of people to Mississippi, and the state became a great center of population.

The first of these was the discovery of gold in California in 1848. This discovery led to a great influx of people to California, and the state became a great center of population. The second was the discovery of gold in Nevada in 1859. This discovery led to a great influx of people to Nevada, and the state became a great center of population. The third was the discovery of gold in Colorado in 1858. This discovery led to a great influx of people to Colorado, and the state became a great center of population. The fourth was the discovery of gold in Arizona in 1863. This discovery led to a great influx of people to Arizona, and the state became a great center of population. The fifth was the discovery of gold in New Mexico in 1861. This discovery led to a great influx of people to New Mexico, and the state became a great center of population. The sixth was the discovery of gold in Texas in 1856. This discovery led to a great influx of people to Texas, and the state became a great center of population. The seventh was the discovery of gold in Florida in 1845. This discovery led to a great influx of people to Florida, and the state became a great center of population. The eighth was the discovery of gold in Georgia in 1842. This discovery led to a great influx of people to Georgia, and the state became a great center of population. The ninth was the discovery of gold in Alabama in 1840. This discovery led to a great influx of people to Alabama, and the state became a great center of population. The tenth was the discovery of gold in Mississippi in 1838. This discovery led to a great influx of people to Mississippi, and the state became a great center of population.

# 18

## HACIA UN BANCO CENTRAL INTERNACIONAL

**H**emos llegado a la conclusión de que los mercados financieros son intrínsecamente inestables. ¿Qué medidas prácticas se requieren para impedir que experimenten un colapso? Me siento mal calificado para dar una respuesta. Mi fuerza reside en la identificación de los defectos de cualquier sistema, no en diseñar sistemas. He alimentado durante mucho tiempo la fantasía de transformarme en un reformador económico a la manera de Keynes, pero cuanto más me acerco a mi objetivo de lograr una audiencia para mis puntos de vista, tanto más agudamente consciente me vuelvo de mis propias limitaciones. Mi competencia particular proviene de la intuición de que todos los sistemas son defectuosos; pero mi conocimiento de cualquier sistema determinado es siempre inferior al de los expertos.

Cuando me presenté a rendir un examen como analista supervisor de *securities*, fracasé en todos los puntos en que fui examinado; al analizar el ciclo de crédito con regulación, percibí la falta de una fundamentación sólida en la teoría de la moneda y —como lo vio el lector— en el experimento en tiempo real mi mayor punto débil fue el pronóstico económico. Tanto en mis actividades de inversión como al escribir este libro, pude dar por conocida la situación actual en cualquier tema sin dominarla realmente; pero cuando se plantea



la tarea de diseñar un nuevo sistema financiero, mi falta de conocimientos se convierte en un claro inconveniente.

No obstante, siento que tengo un aporte para hacer, especialmente teniendo en cuenta que las opiniones prevalecientes tienen tan poco que ofrecer. El keynesianismo (como algo distinto de Keynes) ha quedado desacreditado por la inflación de los años 70; en cuanto al monetarismo, se está demostrando que no es relevante en un régimen de tipos de cambio variables y de movimientos de capitales internacionales en gran escala, y la economía ofertista (*supply-side economics*) resulta no ser mucho más que un juego de palabras cuyo punto de partida es la insistencia keynesiana en la demanda global. Existe un malestar generalizado, pero no hay conceptos claros. En estas circunstancias, aun mis ideas vagas y provisionales pueden demostrar su utilidad.

En primer lugar, deberíamos distinguir entre la política económica y la reforma sistémica. Ambas son necesarias, pero ninguna de las dos es suficiente por sí misma. La experiencia revela que todos los sistemas ensayados —el patrón oro, Bretton Woods o tipos de cambio en flotación libre— se fueron a pique al no ser apoyados por políticas económicas apropiadas. Es igualmente difícil vislumbrar de qué manera las políticas económicas podrían corregir los desequilibrios prevalecientes sin algún tipo de reforma sistémica. Los diversos desequilibrios están interconectados, y resulta imposible manejar uno de ellos sin afectar los demás.

Enfrentamos una colección desconcertante de desequilibrios e inestabilidades. Para mencionar tan sólo unos pocos: los tipos de cambio inestables, el problema de la deuda internacional, los déficit crónicos del presupuesto y del comercio exterior de los Estados Unidos, un excedente global crónico de productos agrícolas y minerales, precios inestables de las *commodities*, entre las cuales se destaca el petróleo, movimientos internacionales de capital inestables, y mercados financieros internacionales igualmente inestables. Algunas de estas inestabilidades son causadas por determinadas políticas económicas, y sólo se las puede modificar instaurando otras políti-



cas; otras son inherentes al sistema que prevalece en la actualidad, y se las puede curar únicamente cambiando el sistema.

Podemos tomar como un ejemplo del primer tipo de desequilibrio el deseo de los japoneses de producir más de lo que consumen, y el aparente deseo de los Estados Unidos de consumir más de lo que producen. Si no encontraran obstáculos, estas tendencias conducirían, a su debido tiempo, al ascenso del Japón como el poder económico dominante del mundo, y a la declinación de los Estados Unidos. La transición está destinada a provocar una gran dosis de conmoción y dislocación, pero sólo se puede impedir que ocurra modificando las políticas económicas y financieras, y no cambiando el sistema financiero. El propio sistema debe poder adaptarse a la transición, en la medida en que ocurra; en caso contrario, experimentará un colapso, en perjuicio de todas las partes interesadas.

Un ejemplo del segundo tipo de desequilibrio es el sistema prevaleciente de tipos de cambio. Tal como lo hemos visto, los tipos de cambio en flotación libre son acumulativamente desestabilizantes. Ahora este hecho ha sido reconocido por las autoridades, y el acuerdo del Plaza las ha comprometido a manejar los tipos de cambio. Esto último equivale a coordinar las políticas económicas. Si se puede alcanzar la coordinación sobre una base voluntaria, todo bien. En caso contrario, habrá que pensar en un sistema diferente.

En este capítulo examinaré las posibilidades de una reforma sistémica; sólo se discutirán tangencialmente las políticas económicas apropiadas.

En mi opinión, hay tres áreas principales de problemas que requieren una reforma sistémica: los tipos de cambio, la fijación de los precios de las *commodities*, con especial atención para el petróleo, y la deuda internacional. Cada una de estas áreas de problemas tiene un cierto número de aspectos que no pueden ser tratados individualmente sino tan sólo como partes del sistema global.

Existe una cuarta área fundamental de problemas, que ni siquiera es reconocida como tal: los mercados internacionales de capital. Estos mercados reflejan, adaptan y ayudan a generar los otros dese-



quilibrios. Su rápido desarrollo es aclamado universalmente como una innovación bien recibida, y tratada hasta ahora como otro sector en que los mercados se adaptan espontáneamente a las cambiantes necesidades. Sostengo que, mirado en forma retrospectiva, el rápido crecimiento de los mercados internacionales de capitales será reconocido como otro exceso más, similar al rápido crecimiento de los préstamos bancarios internacionales en los años 70. Todos sabemos que el auge de los préstamos internacionales se basó en cimientos defectuosos. Creo que reconocer las fallas de los mercados internacionales de capitales es sólo una cuestión de tiempo.

En la actualidad, se advierte una fuerte predilección por tratar los problemas caso por caso. Por ejemplo, se admite generalmente que no se puede permitir que los tipos de cambio sigan yendo a la deriva sin interferencias; pero se concuerda en que estas últimas deben ser graduales y por tanteo. El debate gira alrededor de los temas que deberían ser tomados como objetivos para acciones futuras ¿deberían ser tácitos o explícitos? Se descarta más o menos la posibilidad de volver a tipos de cambio fijos.

También se reconoce que el problema de la deuda internacional requiere alguna nueva iniciativa, pero el Plan Baker insiste enfáticamente en un enfoque caso por caso. El motivo es comprensible. Una concesión acordada a un país puede difundirse fácilmente a todos los demás, de tal modo que cualquier conversación acerca de reformas sistémicas podría precipitar un colapso del sistema. El problema de los precios del petróleo es reservado a la OPEP; la idea de que los países consumidores deberían cooperar para estabilizar este sector no ha sido mencionada siquiera.

El enfoque paso a paso propiciado por James Baker representa un avance significativo con respecto al método de no intervención adoptado por Donald Regan. Representa un reconocimiento de que los mercados no pueden ser abandonados a sus propios mecanismos, y que las autoridades deben proveer algún tipo de dirección si se quiere evitar un colapso. La iniciativa tomada en la reunión del Plaza del Grupo de los Cinco desencadenó una suba de gran magni-



tud en los mercados mundiales de acciones y bonos. Pero el impulso generado por la reunión del Plaza se ha desvanecido, y una vez más vamos peligrosamente a la deriva. Si se pudiera retomar el impulso mediante medidas *ad hoc*, todo estaría bien. Pero sin una cooperación internacional efectiva, los peligros del proteccionismo, de las dislocaciones en los mercados de divisas y de un colapso en el servicio de la deuda se perfilan en mayor escala que nunca, y la necesidad de una reforma sistémica se vuelve más apremiante.

Al encarar la reforma sistémica, debe invertirse por completo el enfoque. En vez de tratar los problemas individuales aisladamente, debemos afrontarlos todos al mismo tiempo. Problemas que parecen insolubles por sí mismos encuentran su lugar en el marco de una solución más amplia. Cuanto más abarcador sea el esquema, tanto mayores serán las probabilidades de éxito. Tal vez las tres o cuatro áreas fundamentales de problemas que he mencionado podrían ser tratadas por separado, pero sería más eficaz enfocarlas en forma simultánea. Comprendo que cualquier cambio radical en los acuerdos prevalecientes va a contrapelo de las opiniones corrientes, especialmente en el campo de la cooperación internacional, donde el bien común debe ser restringido para tener en cuenta los intereses nacionales. Pero hay épocas en que las reformas son a la vez posibles y necesarias. Habitualmente, son épocas de crisis.

En las páginas siguientes, examinaré por separado las principales áreas de problemas, pero la solución que sugeriré las vinculará entre sí. Implica la creación de un banco central internacional. Históricamente, la banca central ha evolucionado como reacción a las crisis. Cada banco central tiene su propia historia, aunque la evolución de un centro financiero afecta también a los otros. Los problemas de la época actual son primordialmente de carácter internacional; por ende, también la solución debe serlo. Tenemos ya los comienzos de las instituciones bancarias centrales internacionales: el Banco de Ajustes Internacionales (*Bank for International Settlements*) fue organizado en 1930 como respuesta al problema de la deuda alemana; el FMI y el Banco Mundial fueron fundados en



1944 en Bretton Woods. El próximo paso debería implicar una ampliación de sus funciones, o el establecimiento de una nueva institución.

## Los tipos de cambio

Los alineamientos inadecuados de los tipos de cambio se han convertido en una fuente fundamental de trastornos para la economía mundial. Vuelven inseguras las inversiones a largo plazo, ponen en peligro el valor de las inversiones ya realizadas, y en ellos se basan los sentimientos proteccionistas en los Estados Unidos. El mecanismo del mercado fracasa en alinear nuevamente las divisas. Por el contrario, la especulación tiende a exagerar los movimientos de las divisas. Tal como lo hemos visto, el sistema de los tipos de cambio libremente flotantes es acumulativamente desestabilizante.

La pregunta es: ¿qué se puede hacer al respecto? Es posible realizar un cierto número de arreglos. Los temas tomados como objetivos, en forma tácita o explícita, constituyen la alternativa menos radical y, por ende, son los mencionados con mayor frecuencia. Podríamos volver también a un sistema de tipos de cambio fijos, basado o no en el oro como el patrón de valor. O podríamos adoptar la más audaz entre todas las soluciones: establecer una moneda internacional.

Cualquiera sea el arreglo elegido, se deben resolver algunos problemas. El primero y principal es el de los movimientos internacionales de capital. La transferencia de capitales a través de las fronteras es muy deseable y debería ser alentada, pero los movimientos especulativos de capitales, como lo hemos visto, son acumulativamente desestabilizantes. Necesitamos un sistema que vuelva no rentable la especulación. En términos ideales, habría que mantener las fluctuaciones de las divisas dentro de los márgenes de los diferenciales de las tasas de interés; pero eso implicaría un sistema de tipos de cambio más o menos fijos.



Es improbable que tomar determinadas zonas como objetivos y campos de experimentación desaliente la especulación. Por el contrario, pueden constituir una invitación a especular contra las autoridades con limitados riesgos. Al respaldar un conjunto de zonas de este tipo, las autoridades se expondrían a un ataque especulativo en el momento y el lugar elegidos por los especuladores. La historia demuestra que en estas condiciones los especuladores suelen ganar. Se podría afirmar que un sistema explícito de zonas por el estilo constituye el peor de todos los mundos posibles, porque premiaría la especulación dentro del sistema, al mismo tiempo que alentaría los ataques especulativos contra el sistema.

Si se tomaran ciertos temas como objetivos sin anunciarlo previamente, habría perspectivas algo mejores de éxito. Las autoridades se echarían a pelear contra los especuladores en un intrincado juego del gato y del ratón, que las autoridades tienen posibilidades de ganar, a condición de que actúen al unísono y movilicen recursos mayores que los de los especuladores. Como controlan el arma final -la máquina de imprimir billetes- su tarea no es imposible. Se puede impedir siempre que una divisa fuerte se valore aún más, siempre que el Banco Central esté dispuesto a proveerla en cantidades ilimitadas. Pero el hecho curioso es que raras veces los Bancos Centrales tienen el valor de hacerlo.

Si las autoridades lograran estabilizar los tipos de cambio, eventualmente el dinero caliente se enfriaría y encontraría su camino en inversiones a largo plazo, que son un prerequisite esencial para una economía mundial más sana. Pero no basta estabilizar los valores relativos de las divisas principales: se debe mantener igualmente estable el valor de todas las divisas tomadas en su conjunto si se quiere evitar excesos inflacionarios y deflacionarios en escala mundial.

El oro ha servido como un estabilizador a lo largo de la historia, y podría desempeñar nuevamente este papel en una forma u otra, si bien presenta en este momento un gran inconveniente: el grueso de los nuevos suministros es producido por dos administraciones cau-



tivas, Sudáfrica y la Unión Soviética. En todo caso, el problema no consiste tan sólo en encontrar una base monetaria satisfactoria; dada la *reflexividad* del crédito, se debería regular también la estructura crediticia creada sobre esta base. Lo que se necesita es una institución que coordine el crecimiento del crédito en escala mundial: un banco central internacional.

Al llegar a este punto de la argumentación, resulta necesario examinar igualmente las otras áreas principales de problema: la deuda internacional y los precios de las *commodities*, haciendo una referencia especial al petróleo.

### La deuda internacional

La carga de las deudas acumuladas continúa gravando pesadamente sobre los prestamistas y los prestatarios por igual. Se esperaba que encontrarían su camino para salir del problema, pero los cálculos no tuvieron en cuenta la erosión del valor de los avales que se produce al liquidar las deudas. En el caso de los préstamos basados en el balance de pagos, los avales consisten en exportaciones. Los países menos desarrollados exportan principalmente *commodities* que enfrentan una demanda inelástica: cuando tratan de aumentar sus exportaciones, los precios de estas *commodities* comienzan a estar bajo presión.

Algunos de los principales países deudores lograron ingresar en lo que he llamado la Fase 3 del proceso de ajuste, pero otros parecen estar empantanados en forma permanente en una posición deficitaria. Elevar la producción de las *commodities* tradicionales de exportación se ha convertido en un objetivo vano. Es necesario recorrer otros caminos de crecimiento. Exportar productos más sofisticados es una de las posibilidades, pero encuentra el obstáculo del proteccionismo. Esta circunstancia convierte el crecimiento interno de los países menos desarrollados en la ruta principal hacia la recuperación. Desde el punto de vista político es altamente deseable, porque



los Estados Unidos pueden estar más dispuestos a absorber importaciones si las exportaciones mostraran algunas señales de reactivación; además, la opinión pública en los países deudores insiste crecientemente en el crecimiento interno.

El Plan Baker fue elaborado para llevar alivio a los países muy endeudados acrecentando el flujo de nuevos préstamos. Los fondos provendrían en parte de las instituciones internacionales, especialmente el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, y en parte de los bancos comerciales. Se pidió a estos últimos que comprometieran \$ 20.000 millones a tres años. Los préstamos tendrían cláusulas de *default* cruzadas, lo cual los volvería más seguros que los préstamos puramente comerciales. Este plan aliviaría el segundo problema, porque una gran parte de los nuevos préstamos provendría de instituciones gubernamentales, pero no lo eliminaría por completo. Por otra parte, deja la puerta abierta a la acusación de que constituye una fianza estatal para los bancos. Esto volvería difícil lograr que el Congreso aprobara un aumento del capital del Banco Mundial.

Es evidente que este plan no llega suficientemente lejos. No enfrenta la herencia de los excesos del pasado. En ausencia de una intervención gubernamental, la deuda acumulada sería liquidada de una manera catastrófica. Si se quiere que una política de intervención tenga éxito, debe reducir la deuda acumulada de una manera ordenada.

La experiencia de los últimos años muestra que, una vez que el peso de la deuda acumulada supera un cierto punto crítico, no se lo puede reducir mediante un proceso normal de ajuste. En la mayor parte de los países latinoamericanos, el ajuste ha sido empujado hasta los límites de lo tolerable, y las transferencias negativas de recursos ya han alcanzado y superado su punto máximo. Sin embargo, la deuda externa ha seguido acumulándose, y las *ratios* de la deuda han revelado una escasa mejora, cuando hubo alguna. Además, la deuda interna ha crecido a un ritmo alarmante.

En todas las economías avanzadas se han establecido procedi-



mientos legales especiales para manejar el tema del excesivo endeudamiento. Las leyes de quiebras sirven para asegurar la liquidación ordenada de las deudas impagas sin trastornos económicos indebidos. Estamos muy necesitados de algún tipo de procedimiento de quiebra para las deudas internacionales.

Los principios de una reorganización de las quiebras son simples. Se debe detener el reloj en un instante determinado. Se arrojan a una olla todos los activos y las obligaciones existentes, para ser calificados durante un prolongado período de discusiones. Mientras tanto, se permite el funcionamiento de la entidad, si es viable, libre de las cargas del pasado. Las obligaciones de la entidad en marcha tienen prioridad sobre las de su antecesora. Este principio permite a la entidad quebrada continuar funcionando.

En los préstamos internacionales, no se conocen procedimientos equivalentes para solucionar el problema de las deudas impagas. Han habido muchos casos anteriores en que las deudas no han sido canceladas en su totalidad.

Habitualmente, la falta de pago desembocó en un *default* total, y la situación se normalizó tan sólo varias décadas después, cuando los prestamistas se sintieron felices de obtener unos pocos centavos por cada dólar prestado. Los intentos más amplios de reorganizar las deudas sin un *default* total fueron los planes Dawes y Young para Alemania, en 1924 y 1929, respectivamente, y no tuvieron un desenlace feliz.

El ejemplo de los procedimientos internos de quiebra no es directamente aplicable a la situación actual. En efecto, los montos involucrados son tan grandes que si se suspendieran los pagos, aun transitoriamente, también los prestamistas se irían a pique; pero el principio de trazar una raya con respecto al pasado es el correcto.

En la actualidad, todos los participantes en el mercado tienen conciencia de que hay un problema no resuelto. Los prestamistas extranjeros tratan de mantener sus compromisos en un nivel mínimo, y el capital interno busca refugio en el exterior. Las economías de los países fuertemente endeudados continúan languideciendo, y



las presiones políticas se intensifican. Es necesario revertir tales tendencias. Estamos enfrentando un proceso reflexivo. Una inversión de la tendencia requiere un acontecimiento culminante, cuyo impacto sea suficiente para modificar la inclinación prevaleciente. Sólo un amplio esquema de reorganización sería un acontecimiento de este tipo.

No estoy en condiciones de proponer un plan concreto de acción, que requeriría una gran dosis de preparación y de negociaciones. Sólo puedo proveer aquí un esquema aproximado. Este deberá ocuparse por lo menos de cinco temas principales: (1) el tratamiento de las deudas preexistentes; (2) la provisión de nuevos créditos; (3) la preservación del sistema bancario; (4) las políticas económicas en los países deudores, y (5) la repatriación de los capitales que han fugado y la atracción de inversiones externas. En junio de 1986, el Senador Bradley propuso un plan que toca todos estos puntos. El 4 de diciembre de 1986, Henry Kaufman esbozó un plan muy similar al mío. Estos aportes encaminan la discusión en el sentido correcto.

Se podría consolidar la deuda preexistente en bonos negociables a largo plazo, con tasas de interés preferenciales. Los bonos serían vendidos a una fracción de su valor nominal, y los bancos que los tienen en su poder experimentarían pérdidas sustanciales. Para protegerlos, se les permitiría rebajar gradualmente sus bonos al valor del mercado en algunos años. Durante ese período, los bonos podrían ser utilizados a su valor oficial, en un proceso de depreciación gradual, como avales para tomar préstamos en la ventanilla de descuentos del Banco Central. Esto impediría una corrida sobre aquellos bancos cuya situación financiera quedara comprometida por la reorganización: de este modo se les permitiría salir del brete.

Sin embargo, no basta reorganizar las deudas preexistentes: se debe asegurar un flujo continuo de nuevos créditos, para permitir que los países fuertemente endeudados se recuperen. No se puede contar con los bancos comerciales. En primer lugar, no deberían haber proporcionado créditos para fines relacionados con el balance de pagos; deberían haber aprendido la lección y no tendrían que



estar dispuestos a efectuar préstamos de este tipo, aunque no experimentaran ninguna pérdida sobre sus compromisos pendientes. Tales préstamos quedarían reservados a una institución internacional que tuviera la influencia necesaria para lograr que los países prestatarios siguieran políticas económicas apropiadas.

En la actualidad, el principal problema interno de los países endeudados fuertemente es la inflación. Hasta tanto el servicio de la deuda externa genere un gran déficit del presupuesto, existen escasas esperanzas de contenerla. Pero una vez que la carga de la deuda se reduce, la reforma interna tendría mejores posibilidades de éxito. Con una menor inflación, las tasas reales de interés subirían, los capitales fugados se sentirían alentados a volver, y tal vez se podría incluso atraer nuevamente los capitales extranjeros.

Para proveer un flujo adecuado de nuevos créditos, el Banco Mundial (o una nueva institución creada con este fin) necesitaría un gran capital. En la actualidad, falta la voluntad política necesaria para que se disponga del capital necesario: cualquier ampliación de las instituciones financieras internacionales sería interpretada como una fianza para los bancos, los países deudores, o ambos. Pero un esquema amplio, que exigiera tanto a los acreedores como a los deudores que colaboraran hasta el límite de sus posibilidades, debería poder superar tales objeciones. Los nuevos préstamos no se utilizarían para atender el servicio de las deudas pendientes, sino para estimular la economía mundial, en un momento en que la liquidación de las deudas impagas está ejerciendo un efecto depresivo, y se necesita en forma urgente una estimulación.

## **El petróleo**

Existe una forma indolora de obtener el capital que necesita el Banco Mundial. Implica un proyecto de gran envergadura, que combina un esquema de estabilización del petróleo con una solución del problema de las deudas internacionales. Pensé en este proyecto, por primera



vez, en 1982. Lo esboqué en un artículo que fue rechazado con comentarios cáusticos, y nunca fue publicado. En esa época fue considerado como demasiado traído de los pelos, y probablemente merecerá esa misma opinión ahora. El punto interesante acerca de este artículo es que el problema que incitó a su redacción no se ha desvanecido. Por ende, es tan oportuno ahora como lo era cuando fue escrito. El lector podrá juzgar por sí mismo, porque lo reproduciré en forma más o menos textual.

### ESQUEMA DE UN STOCK AMORTIGUADOR INTERNACIONAL PARA EL PETROLEO \*

Este artículo esbozará lo que se podría lograr mediante la cooperación internacional si hubiera disposición a cooperar. Hay muchas posibilidades, y enfocaré el nivel óptimo que sería posible alcanzar. El objetivo que persigo al hacerlo es mostrar que se puede concebir una solución viable, lo cual puede contribuir a generar la voluntad de ponerla en práctica.

La solución óptima requeriría un acuerdo entre los principales países importadores y exportadores de petróleo. Reemplazaría a la OPEP por una organización que combinara los rasgos esenciales de un cártel -fijación de precios y cuotas de producción- con las de un esquema de stock amortiguador internacional.

No es necesario o incluso deseable que todos los países consumidores y productores participen. La cooperación de los países industrializados y de los miembros moderados de la OPEP es indispensable, pero el esquema podría funcionar sin incluir productores como el Irán, Libia o Argelia.

Tal esquema funcionaría de la manera siguiente. Se establecerían cuotas de producción y de consumo. La suma global de las cuotas sería superior al nivel actual de consumo. El excedente iría a parar a un stock amortiguador. Como almacenar petróleo es costoso, el stock de amortiguación existiría principalmente en el papel; el petróleo quedaría bajo tierra.

El pago no sería hecho directamente al país productor sino a una cuenta bloqueada, facilitada especialmente por el FMI. Los fondos serían mantenidos a favor de los países productores cuyas cuotas de producción no fueran absorbidas por ventas reales. El petróleo sería

\* Escrito en 1982.



pagado por aquellos países consumidores que no pudieran satisfacer sus cuotas de consumo con compras reales. Sería registrado en los libros de la autoridad del stock amortiguador, a disposición del país que lo hubiera pagado. A su vez, la autoridad en cuestión mantendría el petróleo bajo tierra en el país productor hasta que se lo necesitara. Como es obvio, dicha autoridad debería tener garantías de que el petróleo bajo tierra está seguro.

Los países consumidores establecerían un impuesto sobre el petróleo importado, y reembolsarían una parte de ese impuesto a los países productores que participaran en el esquema. Los productores no participantes no tendrían el derecho de recibir ese reembolso, como una sanción por el hecho de no participar. Los reembolsos serían igualmente depositados en las mencionadas cuentas, bloqueadas en el FMI, que devengarían una tasa de interés muy baja, digamos un 1%.

Los productores con grandes deudas pendientes, como México, Venezuela, Nigeria e Indonesia, podrían utilizar sus cuentas bloqueadas para reembolsar sus deudas. Los países con excedentes, como Arabia Saudita y Kuwait, acumularían saldos a favor.

Los países menos desarrollados no tendrían la obligación de participar en el esquema del stock amortiguador. En tales condiciones, tendrían la ventaja de poder comprar petróleo a un precio inferior al de los países industrializados. Su ausencia no podría en peligro el esquema.

Con fines ilustrativos, supongamos que el precio de referencia fuera mantenido a \$ 34; el impuesto sería muy grande, digamos \$ 17, la mitad del cual, \$ 8,50, sería reembolsado a los productores. Las cuotas serían fijadas a un nivel elevado, de tal modo que el stock amortiguador se iniciara acumulando petróleo a un ritmo diario de unos 3 millones de barriles. Si los países industrializados importaran petróleo a un ritmo de sólo 15 millones de barriles por día, y un 80% del mineral proviniera de los productores que participan en el esquema, realizarían \$ 55.800 millones de dólares por año a partir del impuesto, y pagarían \$ 28.000 millones para compras en el stock amortiguador. El resto contribuiría a reducir los déficit presupuestarios, colocando a los países industrializados en una situación favorable para proveer el capital accionario que necesitaría un Banco Mundial ampliado. La cuenta especial del FMI recibiría \$ 65.000 millones por año, que se acreditarían en su totalidad a los países productores: \$ 37.000 millones provenientes de la parte de los productores del impuesto sobre el petróleo, y \$ 28.000 millones extraídos del stock amortiguador. En comparación, el aumento neto de los préstamos internacionales fue de unos \$ 60.000 millones a su mayor nivel, en 1980 y 1981.

¿Qué ocurriría con el precio de mercado? Como la cuenta bloqueada rinde sólo el 1% de interés, existiría un incentivo para efectuar ventas fisi-



cas, en lugar de ventas al stock amortiguador. Por ende, el precio pagado por el stock amortiguador serviría como una especie de tope; el precio del mercado libre se establecería en algún punto por debajo del precio de referencia, menos la parte no reembolsada del impuesto, es decir, \$ 25,50. Desde luego, para los consumidores y los productores en los países industrializados, el precio incluiría el impuesto. Si el precio subiera por encima del de referencia, eso indicaría que la demanda es fuerte y que habría llegado el momento de elevar las cuotas de producción.

La manera de ajustar las cuotas y los precios presenta una serie de difíciles problemas. En su mayor parte, los intentos de regular el mercado se enredan en dificultades por la falta de un mecanismo apropiado de ajuste. Esto ocurre incluso en el sistema monetario internacional: los acuerdos de Bretton Woods se hundieron a causa de la inflexibilidad del precio del oro. Cuanto más se base el esquema en los precios como mecanismo de ajuste, tanto mayores serán sus posibilidades de sobrevivir. Reconociendo este principio, el stock de amortiguación sólo debería ser utilizado para que el mecanismo de los precios tenga el tiempo de realizar su tarea. Eso significa que después de la acumulación inicial de un stock amortiguador, en cualquier momento en que se empezara a extraerle petróleo, habría un ajuste hacia arriba. Cuando el stock amortiguador comenzara a acumularse de nuevo, la cuota de producción se reduciría hasta el mínimo establecido al comienzo.

Con el tiempo, a medida que se utilizara más plenamente la capacidad de producción, la falta de disposición de los productores individuales a aumentar sus cuotas podría servir como un mecanismo de aumento de precios. También en este caso se debería aplicar una cierta dosis de criterios propios.

En comparación, asignar cuotas de consumo resultaría del todo simple: las estimaciones acerca de las cifras reales de consumo podrían ser utilizadas como base.

Se requiere autoridad para ejercer poderes discrecionales. La manera de constituir una autoridad de este tipo y de atribuir los derechos de voto presenta los problemas más difíciles. Sólo se podrá resolverlos mediante duras negociaciones: el resultado reflejaría el poder de negociación y las aptitudes en este terreno de las partes involucradas.

Es indudable que una parte importante del poder se desplazaría de los países productores a los países industrializados. Esto es apropiado, en momentos en que la OPEP está siendo salvada del colapso. Pienso que ese colapso tendría consecuencias tan calamitosas que debería impedirse de una manera u otra. Uno de los principales argumentos en favor de embarcarse en el amplio esquema aquí esbozado es el hecho de que los países industrializados extraerían el máximo provecho de una evolución que deberían admitir, de todos modos. Cuánto pueden ganar



depende de la aptitud, el coraje y la cohesión que demuestren. El esquema esbozado aquí sería mucho más ventajoso que remendar la OPEP.

El mérito final del esquema dependería de la forma en que se utilizaran los fondos que se acumulen en la cuenta especial del FMI. Los montos involucrados son muy grandes: mayores que la acumulación de la deuda internacional en su nivel máximo; seguirían siendo muy grandes aunque el stock de amortiguación dejara de crecer. Los fondos deberían ser suficientes para financiar un plan de reorganización global de la deuda.

Los fondos bloqueados en manos del FMI serían prestados al Banco Mundial con el fin de proveer créditos a los países fuertemente endeudados; también podrían ser utilizados para comprar su deuda pendiente con un descuento. A su vez, los ingresos en efectivo ganados sobre estos préstamos podrían ser empleados para desbloquear las cuentas bloqueadas en el FMI. ¿Qué les ocurriría a las distintas partes de este esquema? Eso dependería en gran parte de las condiciones acordadas en las negociaciones. No obstante, los lineamientos generales son claros. Los países industrializados cederían los beneficios de un precio más bajo del petróleo a corto plazo, a cambio de la estabilidad de los precios a largo plazo, de la acumulación de un stock amortiguador, de una solución del problema de la deuda internacional y de una significativa contribución a los ingresos fiscales. Se beneficiarían igualmente al proteger sus actividades de servicios de energía interna y petróleo, si los tienen.

Los países productores que participaran se asegurarían un mercado para su producción petrolífera a un volumen sustancialmente superior al actual. El precio que recibirían sería inferior al actual, pero superior al que deberían pagar si la OPEP experimentara un colapso. Tendrían dos poderosos incentivos para participar: el reembolso sobre el impuesto al petróleo y la posibilidad de venderlo al stock amortiguador. Es verdad que ambos serían depositados en las cuentas bloqueadas en el FMI, pero los países productores de petróleo tendrían acceso a las cuentas con fines e reembolso de la deuda; aquellos que gozaran de excedentes verían desbloqueados sus fondos sólo después de una larga demora.

Los países menos desarrollados que no producen petróleo obtendrían un alivio sustancial al poder comprar el mineral a un precio menor que los países industrializados. Tanto los países productores como los consumidores se beneficiarían con el esquema global de reorganización de la deuda.

Este artículo no trata el problema de la forma en que se puede llevar a la práctica un esquema tan amplio, es decir, de qué modo se puede ir desde aquí hasta allí. Probablemente llevar las distintas partes a un acuerdo requeriría una crisis peor de la que es visible ahora.

\* \* \*



Hasta aquí el artículo transcripto. El plan esbozado en él debería ser revisado a la luz de circunstancias que se han modificado. Tanto el precio de referencia como el monto del impuesto al petróleo deberían ser sustancialmente menores que las cifras empleadas más arriba, lo cual refleja la erosión de las ganancias monopólicas de la OPEP desde que fue formulado el esquema.

Soy reacio a realizar el menor esfuerzo para revisar este plan, porque reconozco que carece totalmente de realismo, dada la inclinación prevaleciente. Cualquier tipo de esquema amortiguador sería expulsado al instante de la corte real, entre risas, y el abandono de esta idea quedaría justificado por lo que pasó con los esquemas de stocks de amortiguación anteriores. Pero se puede dar vuelta la argumentación. ¿Es mejor, en cualquier sentido, la experiencia que hemos tenido con el mecanismo del mercado?

Recordemos la historia del petróleo. Los únicos períodos de estabilidad fueron aquellos en que hubo oferta en exceso y operaba un acuerdo de tipo cártel. Se produjeron tres episodios por el estilo: primero, el monopolio establecido por la Standard Oil; segundo, el sistema de cuotas de producción que manejaba la Comisión de Ferrocarriles de Texas, y tercero, la OPEP. Cada uno de los episodios fue precedido y seguido por situaciones confusas y tumultuosas. Si fuera necesario algún tipo de esquema de estabilización, ¿se debería dejar esta tarea a los productores? ¿Acaso los países consumidores, cuyos intereses vitales están afectados, no deberían participar en los arreglos? Cuando se reconozca la fuerza de este argumento, habrá llegado el momento de sacar el plan del cajón.

## **Una Moneda Internacional**

Una vez aceptada la idea del esquema de un stock amortiguador, hay un paso relativamente corto hasta llegar a la creación de una moneda internacional estable. La unidad de cuenta estaría basada en el petróleo. Su precio sería mantenido estable mediante dicho esque-



ma, aunque su valor, en función de otros bienes y servicios, pueda valorizarse gradualmente siempre y cuando la demanda supere la oferta. En otras palabras, las divisas nacionales se devaluarían gradualmente en términos de la moneda internacional.

El organismo internacional de préstamos recién creado utilizaría el petróleo como su unidad de cuenta. Como sus préstamos estarían protegidos contra la inflación, la tasa de interés sería baja: digamos, un 3%. La diferencia entre el interés ganado (3%) y el interés pagado sobre las cuentas bloqueadas (1%) podría ser empleada para desbloquear las cuentas. A medida que disminuyeran las cuentas bloqueadas, el organismo de préstamos acumularía su propio capital.

Este organismo podría tener las facultades que corresponden habitualmente a un Banco Central. Podría regular la oferta monetaria mundial emitiendo sus obligaciones a corto y largo plazo, y desempeñaría un poderoso papel regulando el volumen de las monedas nacionales en términos de su propia unidad de cuenta. Podría ejercer las diversas funciones de supervisión que son desempeñadas por los Bancos Centrales. Su unidad de cuenta constituiría una moneda internacional.

También los préstamos comerciales se nominarían en la moneda internacional. Con el tiempo, la divisa basada en el petróleo podría reemplazar el dólar y las otras divisas nacionales en todos los tipos de transacciones financieras internacionales. La transición tendría que ser cuidadosamente orquestada, y se debería desarrollar el correspondiente marco institucional. Este no es el lugar, y no soy la persona indicada para diseñar un esquema amplio. Obviamente, una moneda basada en el petróleo eliminaría las influencias especulativas de las transferencias internacionales de capital.

La cuestión crucial consiste en determinar si establecer tal moneda sería aceptable para todas las partes interesadas. Los Estados Unidos, en especial, tienen mucho que perder si el dólar dejara de ser la principal divisa internacional. Por una parte, el país de origen de la moneda de reserva se encuentra en una situación ventajosa para prestar servicios financieros al resto del mundo.



Aún más importante es el hecho de que en la actualidad ese país es el único que puede contraer préstamos en cantidades ilimitadas en su propia moneda. Si el dólar fuera reemplazado como una moneda internacional, los Estados Unidos podrían continuar tomando préstamos, pero se verían obligados a reembolsarlos en su totalidad. Actualmente su gobierno tiene la facultad de influir en el valor de su propio endeudamiento, y es casi una conclusión obvia que sus deudas valdrán menos cuando sean reembolsadas que en el momento en que fueron contraídas.

Existen límites a la disposición del resto del mundo a financiar el déficit presupuestario de los Estados Unidos, y en la actualidad podríamos estar acercándonos a esos límites. Pero los japoneses parecen estar conformes con financiar a los Estados Unidos, aun sabiendo que nunca se los reembolsará totalmente, porque ésa es la forma en que el Japón puede convertirse en el número uno en el mundo. Ese país ya ha reemplazado a los Estados Unidos como el mayor proveedor de capitales al resto del mundo, y para el yen asumir el papel de la principal moneda de reserva es sólo una cuestión de tiempo. Probablemente la transición se vea acompañada por una gran dosis de tumultos y dislocaciones, como ocurrió en el período entre las dos guerras cuando se produjo la transición de la libra esterlina al dólar.

La introducción de una moneda internacional evitaría el desorden. Además, ayudaría a detener la decadencia de la economía estadounidense, que actualmente está en camino. Ya no podríamos incurrir en deudas externas sobre bases preferenciales; por consiguiente, nos veríamos obligados a poner nuestra casa en orden. Se trata de saber si el gobierno estadounidense tiene la capacidad de previsión y el pueblo la voluntad de aceptar la disciplina que impondría una moneda internacional. Renunciar al crédito en condiciones fáciles sólo tiene sentido si se está decidido a contraer menos préstamos. Esto significa reducir a la vez el déficit fiscal y el comercial. En este punto se entrelazan las cuestiones de la reforma sistémica y la política económica.



En lo referente al comercio exterior, existen dos caminos alternativos que se pueden recorrer. Uno de ellos consiste en excluir las exportaciones a través de medidas proteccionistas, y la otra en aumentar nuestras exportaciones. El proteccionismo es una receta para el desastre. Precipitaría el *default* global de los países fuertemente endeudados, y conduciría a deshacer el sistema financiero internacional. Aun en ausencia de una calamidad financiera, la eliminación de las ventajas comparativas causaría una reducción sustancial de los niveles de vida en todo el mundo. Por el otro lado, resulta difícil avizorar de qué modo se podrían aumentar significativamente las exportaciones sin una reforma sistémica. La reforma de la deuda aumentaría el poder de compra de los países deudores, y la reforma monetaria proporcionaría el elemento de estabilidad necesario para que en los Estados Unidos se pueda realizar un proceso de ajuste con éxito.

Se puede argumentar que la excesiva inestabilidad financiera está infiriendo un grave daño a la trama de la economía norteamericana. Los activos reales no se pueden adaptar a los cambios macroeconómicos con tanta rapidez como los activos financieros; por ende, existe un gran incentivo para transferir los primeros a una forma financiera, lo cual es en sí mismo un factor fundamental en el debilitamiento de la economía real. Cuando examinamos de qué manera se emplean los activos financieros, logramos evaluar en forma auténtica la devastación que se ha producido. El grueso de los activos está inmovilizado en el déficit del presupuesto federal, en préstamos a países fuertemente endeudados y en compras palanqueadas de empresas.

En los hechos, la formación real de capital está declinando. Eso no sería tan desastroso si los Estados Unidos pudieran contar con un flujo permanente de ingresos desde el exterior. Pero su déficit comercial es financiado en parte por el servicio de la deuda de países menos desarrollados, y en parte por flujos de capitales externos, cuyos servicios tendremos que atender. No es exagerado decir que la economía real está siendo sacrificada para mantener a flote la economía financiera.

Para reducir la dependencia estadounidense de los flujos de capital se debe afrontar el problema del déficit presupuestario. En mi opinión, la perspectiva más seductora es un tratado de desarme con la Unión Soviética en condiciones ventajosas. En ese momento, se podría justificar el período de fuertes gastos de defensa realizados bajo el presidente Reagan como una jugada gigantesca que ha dado resultados: el Círculo Imperial sería reemplazado por una configuración más estable, en la cual el presupuesto y el comercio exterior de los Estados Unidos estarían más cerca del equilibrio.

Desde luego, los japoneses pueden continuar produciendo más de lo que consumen. Nada puede detenerlos en su carrera para convertirse en la primera potencia económica del mundo, hasta tanto estén dispuestos a ahorrar y a exportar capitales. Pero el ascenso del Japón no necesita ser acompañado por la caída de los Estados Unidos; con la ayuda de una moneda internacional, podrían coexistir dos potencias económicas líderes.





# 19

## LA PARADOJA DE LA REFORMA SISTÉMICA

**H**e esbozado no sólo un sistema financiero internacional viable, sino también una política económica viable para los Estados Unidos. No es más que un bosquejo o una visión, pero se podría elaborar en forma más detallada para cubrir otros aspectos que aquí no he tocado.

Se presentan dos problemas fundamentales, uno abstracto y el otro personal. El primero se refiere a todos los intentos de una reforma sistémica. Teniendo en cuenta nuestro conocimiento intrínsecamente imperfecto, ¿no hay acaso una paradoja implícita en una reforma sistémica? ¿De qué manera esperamos diseñar una reforma internamente coherente? En cuanto al problema personal, está relacionado con mi aversión por la burocracia. Ahora bien, un Banco Central internacional volvería inevitable la burocracia.

Creo que la paradoja de la reforma sistémica es falsa, pero es necesario tratarla. Sólo si se exigieran soluciones permanentes y perfectas tendría validez. Pero se desprende de nuestro conocimiento imperfecto que tales soluciones están más allá de nuestro alcance. La vida es transitoria; sólo la muerte es permanente. La forma en que vivimos nuestras vidas establece una gran diferencia; las soluciones transitorias son mucho mejores que ninguna solución.

Insistir en una solución permanente constituye una gran tentación.



Para comprender su origen debemos examinar el sentido de la vida y la muerte. El temor a la muerte es una de las emociones más hondamente sentidas. La idea de la muerte nos resulta totalmente inaceptable, y nos aferramos a cualquier cosa para eludirla. La lucha por la permanencia y la perfección es simplemente una de las formas en que tratamos de eludir la muerte. Pero es un engaño. Lejos de evadirnos de la idea de la muerte, la abrazamos: la permanencia y la perfección son las características de la muerte.

He pensado mucho en el sentido de la vida y la muerte, y he llegado a una formulación que encuentro personalmente satisfactoria. La sintetizaré aquí, aunque comprendo que podría no ser tan significativa para otros como lo es para mí. La clave consiste en distinguir entre el hecho y la idea de la muerte. El hecho de la muerte está vinculado con el hecho de la vida, mientras que la idea de la muerte se yuxtapone a la idea de la conciencia. La conciencia y la muerte son inconciliables, pero la vida y la muerte no lo son. En otras palabras, el hecho de la muerte no es tan aterrador como la idea.

La idea de la muerte es abrumadora: en términos de la muerte, la vida y todo lo que está vinculado con ella pierde sentido. Pero la idea de la muerte es tan sólo una idea, y la correspondencia entre los hechos y las ideas es cualquier cosa, menos perfecta. Sería un error equiparar la idea y el hecho. En lo que a los hechos se refiere, lo real y evidente es que estamos vivos. La muerte, como un hecho, surge amenazadoramente en la distancia, pero cuando lleguemos a ese momento no será la misma que la idea que ahora tenemos de ella. En otros términos, es improbable que nuestro temor a la muerte sea convalidado por el hecho mismo.

Al pensar acerca de la vida y la muerte tenemos una opción: podemos tomar una u otra como punto de partida. Ambas no son mutuamente excluyentes: es necesario tratar ambas como un hecho y como un pensamiento. Pero el punto de vista que adoptemos tiende a favorecer una alternativa u otra. La inclinación que desarrollemos impregnará todos los aspectos de nuestra actividad mental y de nuestra existencia. Hay civilizaciones, como la egipcia, que parecen



dedicadas al culto de la muerte; en otras, como la griega, incluso los inmortales parecen llevar vidas normales. En la mayor parte de los casos, ambos puntos de vista chocan entre sí, y su interacción hace la historia. El conflicto entre lo espiritual y lo temporal en el Cristianismo es un ejemplo. Ahora en la Unión Soviética se vuelve a representar el drama; allí las exigencias de la ideología comunista son difíciles de reconciliar con los requerimientos de la fuerza militar y la eficiencia económica.

El choque entre las inclinaciones se puede manifestar en muchas formas más sutiles. Es así como podemos asumir diferentes actitudes con respecto a la regulación económica. Según una de las posiciones, la regulación es inútil, por introducir distorsiones que, abandonadas a sí mismas, conducen finalmente a un colapso del sistema. Este punto de vista se ve poderosamente reforzado por el argumento de que el mecanismo del mercado, abandonado a sí mismo, conduce hacia el equilibrio.

El punto de vista opuesto es que la perfección no es alcanzable ni por el mercado ni por la regulación. Los mercados son demasiado inestables, la regulación es demasiado rígida. Los mercados necesitan ser regulados, pero tampoco la regulación puede ser abandonada a sí misma: necesita una constante revisión. El hecho de que ningún sistema sea perfecto no constituye un argumento válido contra el intento de perfeccionar el sistema. Tomemos el caso de Bretton Woods: el hecho de que finalmente se derrumbó no altera que puso las bases para un cuarto de siglo de prosperidad.

Cuando se llega al momento de elegir entre ambas actitudes, la mía está claramente a favor de la vida y de las transitorias e imperfectas estructuras que podemos crear en su seno. Si bien preconizo una amplia reforma del sistema financiero, no me hago ilusiones en el sentido de que el nuevo sistema esté más exento de fallas o sea más permanente que los anteriores. Por el contrario, considero una ilusión la búsqueda de la permanencia y la perfección. La trampa que se oculta en un sistema que funciona bien es que nos adormece en una autosatisfacción engañosa. Fue lo que ocurrió en Bretton



Woods, y lo que ocurrirá de nuevo en el próximo, si lo diseñamos demasiado bien.

Esto me lleva al problema personal que tengo con las reformas sistémicas. Los sistemas son manejados por burócratas, y siento una aversión instintiva por la mentalidad burocrática. Al preconizar un sistema financiero internacional más regulado, parecería que deseo algo que aborrezco.

El problema es real. El rasgo característico de toda burocracia es su lucha por la autopreservación. Cualquier sistema enfrenta el peligro de petrificarse entre las manos de la burocracia que lo administra. Esto es tan cierto para el Cristianismo como lo es para el comunismo. Es difícil eludir la mano muerta de la burocracia. Mao Tse-Tung lo intentó al instigar a la Revolución Cultural, y las consecuencias fueron desastrosas.

Pero el problema no es insuperable. Cuando los burócratas están a cargo de un mercado, la acción del mercado sirve para mantener a los burócratas en su lugar. La experiencia demuestra que los Bancos Centrales están entre las instituciones más flexibles, innovadoras y eficientes. El motivo es que el mercado proporciona un criterio que permite juzgar los resultados de sus acciones. Pueden caer bajo la influencia de falsas ideologías, como cualquier otro organismo, pero cuando una política no funciona, no pueden dejar de advertirlo. Por ejemplo, la Reserva Federal adoptó una posición monetarista en 1979, pero la abandonó en agosto de 1982. De una manera similar, el FMI actuó sobre la base de un conjunto bastante rígido de recetas al ocuparse de los países fuertemente endeudados, pero en forma gradual se vio obligado a abandonar una fórmula que no funciona.

Los Bancos Centrales son criticados a menudo por seguir políticas erróneas; pero el hecho mismo de que se puedan poner de manifiesto los fracasos proporciona una disciplina poderosa. Además, los Bancos Centrales han sido sorprendentemente innovadores al manejar las crisis. El Banco de Inglaterra inventó el bote salvavidas en 1974, y la Reserva Federal lo aplicó en escala mundial en la crisis

de la deuda en 1982. Volcker, en especial, demostró ser un hombre que se agranda en las crisis; pero el hecho de que un hombre como Volcker pudiera estar al timón de un Banco Central no puede ser considerado como un accidente.\*

En suma, la creación de un Banco Central internacional no constituye una solución permanente. En realidad, la idea misma de que la constituye lleva consigo las semillas de la próxima crisis.

\* En comparación con otras burocracias, los Bancos Centrales constituyen un mal menor.



de l'Église, en 1987, l'Assemblée nationale, dans une loi relative à la laïcité, a réaffirmé le principe de la séparation des Églises et de l'État, tout en précisant que cette séparation ne doit pas être interprétée comme une rupture de la relation entre l'Église et la Nation.

En outre, la loi relative à la liberté de la conscience, adoptée en 1958, a réaffirmé le principe de la liberté de conscience, tout en précisant que cette liberté ne doit pas être interprétée comme une rupture de la relation entre l'Église et la Nation.

Enfin, la loi relative à la liberté de la conscience, adoptée en 1958, a réaffirmé le principe de la liberté de conscience, tout en précisant que cette liberté ne doit pas être interprétée comme une rupture de la relation entre l'Église et la Nation.

Par ailleurs, la loi relative à la liberté de la conscience, adoptée en 1958, a réaffirmé le principe de la liberté de conscience, tout en précisant que cette liberté ne doit pas être interprétée comme une rupture de la relation entre l'Église et la Nation.

Enfin, la loi relative à la liberté de la conscience, adoptée en 1958, a réaffirmé le principe de la liberté de conscience, tout en précisant que cette liberté ne doit pas être interprétée comme une rupture de la relation entre l'Église et la Nation.

# 20

## EL CRACK DEL 87

**E**l crack bursátil del 87 es un acontecimiento de importancia histórica. Es necesario remontarse a los cracks de 1928, 1907 o 1892 para encontrar algo comparable. En muchos aspectos, el más relevante fue el de 1929, y es también el más ampliamente conocido, pero al establecer la comparación debemos tener el cuidado de no confundir el crack mismo con sus secuelas.

En el crack de 1929, la Bolsa de New York cayó alrededor de un 36%; esta cifra es casi idéntica a la pérdida que se produjo en 1987. Subsiguientemente, las acciones recuperaron casi la mitad de sus pérdidas, y luego declinaron en otro 80% en el prolongado mercado bajista entre 1930 y 1932. Este mercado bajista, asociado con la Gran Depresión, se alimentó de la imaginación del público. Justamente porque es tan recordado, podemos estar seguros de que la historia no se repetirá. La reacción inmediata del gobierno ante el crack confirma ya esta opinión. Después de 1929, las autoridades monetarias cometieron un error de gran importancia al no proporcionar una liquidez suficiente; en el caso actual, cometerán un error diferente. Como puede deducirse de su reacción inicial, el peligro reside en que destruyan la estabilidad del dólar, en un esfuerzo por evitar una recesión, por lo menos en un año de elecciones.

Desde el punto de vista técnico, el crack de 1987 guarda una



extraña similitud con el de 1929. La forma y la magnitud de la declinación e incluso los movimientos diarios de los precios de las acciones siguen huellas paralelas muy cercanas. La diferencia principal es que en 1929 la primera culminación de las ventas fue seguida en pocos días por una segunda, que llevó el mercado a un piso aún más bajo. En 1987, la segunda culminación fue evitada, e incluso si el mercado estableciera nuevos pisos mínimos en el futuro, la pauta sería distinta. La divergencia pone de manifiesto la decisión de las autoridades de no repetir el error de 1929. En los 382 estadios iniciales del crack, las palabras del presidente Reagan sonaron notablemente parecidas a las del presidente Hoover, pero en el momento de su conferencia de prensa del jueves 22 de octubre había sido cuidadosamente preparado para evitar la semejanza.

El crack de 1987 llegó en forma tan inesperada como el de 1929. Había una conciencia general de que el auge mundial era poco sólido e insostenible, pero pocos actuaron a tiempo. Yo quedé tan mal parado como cualquier hijo de vecina. Estaba convencido de que el crack comenzaría en el Japón: resultó un error costoso.

En forma retrospectiva, es fácil reconstruir la secuencia de los acontecimientos que llevaron al crack. El auge había sido alimentado por la liquidez, y fue una reducción de la liquidez la que estableció las precondiciones para un crack. También en este sentido 1987 se parece a 1929; se recordará que el crack de 1929 fue precedido por una suba de las tasas de interés a corto plazo.

La forma exacta en que llegó la menor liquidez en 1987 es una cuestión más espinosa, a la cual no se puede dar una respuesta tajante sin una gran dosis de investigación. Algo está caro: el acuerdo para defender el dólar desempeñó un papel crucial. En los primeros meses después del Acuerdo del Louvre en febrero de 1987, el dólar fue defendido por una intervención esterilizada; es decir, no se permitió que quedaran afectadas las tasas de interés. Cuando los Bancos Centrales descubrieron que debían comprar más dólares de los que apetecían, modificaron sus tácticas. Después de la visita de Nakasone a Washington entre el 29 de abril y el 2 de mayo de 1987,



esos Bancos permitieron que los diferenciales entre las tasas de interés se ensancharan hasta llegar a niveles a los cuales el sector privado estaría dispuesto a tener dólares en su poder. De hecho, privatizaron la intervención.

Lo que todavía no está del todo claro es si fue la intervención esterilizada o sin esterilizar la que llevó a la reducción de la liquidez. La intervención esterilizada transfirió grandes sumas de dólares a los Tesoros de los Bancos Centrales, y es posible que la Reserva Federal haya fallado por el hecho de no inyectar las cantidades equivalentes en el mercado monetario interno. En ese caso, el efecto se habría hecho sentir con una demora de varios meses. En forma alternativa, podría ser que las autoridades monetarias de Japón y Alemania tuvieran miedo por las consecuencias inflacionarias de una intervención no esterilizada, y en ese caso habría sido su intento de frenar la oferta monetaria interna la que condujo al ascenso mundial de las tasas de interés.

Estoy a favor de la segunda explicación, si bien no puedo descartar la posibilidad de que la primera haya sido también un factor coadyuvante. Es bien sabido que los alemanes sienten una fuerte inclinación antiinflacionaria. Los japoneses son más pragmáticos y permitieron, de hecho, que sus tasas de interés cayeran después de la vuelta de Nakasone a Tokio. Pero cuando comprobaron que una política de dinero fácil estaba reforzando simplemente la ya insalubre especulación en activos financieros, incluyendo la tierra, se pusieron a reflexionar. Intentaron desacelerar el crecimiento de la oferta monetaria interna y de los préstamos bancarios, pero por entonces la especulación estaba fuera de control. Incluso después que el Banco de Japón comenzó a frenar la oferta monetaria, el mercado de bonos continuó subiendo vertiginosamente, y el rendimiento del alborotador Coupon de la emisión #89 cayó apenas un 2,6% en mayo, antes que el mercado de bonos se desplomara en setiembre de 1987.

El colapso del mercado japonés de bonos fue el primero en una serie de acontecimientos que entrarán en los anales de la historia



como el Crack de 1987. Hubo grandes posiciones largas de tipo especulativo en futuros de bonos a setiembre que no pudieron ser liquidadas. Las coberturas llevaron a un colapso de los futuros de diciembre, y el rendimiento del Coupon #89 subió más del 6% antes de tocar el piso. Pensé que el derrumbe se trasladaría al mercado accionario, que estaba aún más sobrevaluado que el mercado de bonos, pero me equivoqué. En realidad, los capitales especulativos pasaron de los bonos a las acciones, en un vano intento de resarcirse de las pérdidas. Como resultado, el mercado japonés de acciones alcanzó nuevos toques mínimos en octubre.

Las consecuencias para el resto del mundo fueron más graves. En los Estados Unidos, el mercado de bonos del gobierno se había vuelto dependiente de las compras japonesas. Cuando los japoneses se convirtieron en vendedores, aun en cantidades relativamente pequeñas, el mercado estadounidense de bonos sufrió un complejo de naufragio que iba más allá de cualquier cambio justificado por los *fundamentals* económicos. Es indudable que la economía norteamericana era algo más fuerte de lo que se había esperado, pero la fortaleza residía en la producción, más que en la demanda final. Los precios de las *commodities* subían, estimulando la acumulación de inventarios y haciendo aparecer el espectro de la inflación. El temor de la inflación era más una racionalización de la baja de los bonos que su causa fundamental; no obstante, sirvió para reforzar la tendencia descendente en el mercado de bonos.

La debilidad de los bonos amplió la disparidad entre los 384 precios de los bonos y los de las acciones, que se había desarrollado desde fines de 1986. Esa disparidad puede persistir indefinidamente, como ocurrió, por ejemplo, en los años 60, pero a medida que se ensancha genera las precondiciones para una eventual inversión de la tendencia. El momento oportuno de la inversión real es determinado por una confluencia de otros factores. En este caso, las consideraciones políticas desempeñaron un papel fundamental: el presidente Reagan había perdido su brillo, y las elecciones se acercaban. El factor decisivo fue una presión renovada sobre el dólar, y las



inestabilidades internas del mercado de acciones convirtieron la declinación en una desbandada.

El primer crack llegó cuando un gurú muy conocido y seguido, Robert Prechter, dio una señal bajista antes de la abertura del 6 de octubre, y el mercado reaccionó con una resonante caída de unos 90 puntos. La situación empeoró cuando el dólar comenzó igualmente a debilitarse. El martes 13 de octubre, Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal, anunció que el balance comercial mostraba signos de *un profundo mejoramiento estructural*. Las cifras publicadas el miércoles 14 de octubre fueron, con mayor razón, decepcionantes. El dólar se encontró entonces bajo una fuerte presión vendedora.

El principio de la intervención no esterilizada habría requerido una suba de las tasas de interés, que habría sido aún mayor a causa de las alzas que se habían producido en Japón y Alemania. Las autoridades estadounidenses no estaban dispuestas a un ajuste tan fuerte, y el jueves, mientras el mercado de acciones seguía bajando, se informó que el Secretario del Tesoro James Baker presionaba a los alemanes para que redujeran sus tasas de interés, para impedir que el dólar cayera. La baja del mercado accionario se aceleró, entre rumores de que el Comité de Formas y Medios [el Comité financiero] de la Cámara planeaba limitar la deducibilidad impositiva de los bonos basura emitidos en las compras palanqueadas de empresas. Si bien fue el viernes se desistió de la medida, las acciones, que habían sido empujadas hacia arriba ante la expectativa de un acontecimiento importante en el ámbito de las corporaciones, bajaron en medida suficiente como para obligar a liquidar las posiciones que los *traders* profesionales en arbitrajes mantenían en los márgenes.

Luego llegó el sensacional artículo de fondo de la edición dominical del *New York Times*, en el cual se informaba que funcionarios del Tesoro preconizaban abiertamente un dólar más bajo e inculpaban por adelantado a los alemanes por la caída del mercado de acciones, que esas observaciones contribuían a precipitar. El lunes



19 de octubre, a causa de las inestabilidades incorporadas al sistema, una cierta presión vendedora era inevitable; pero ese artículo tuvo un efecto dramático, exacerbando las inestabilidades, cuya acumulación se había permitido. El resultado fue la mayor declinación que se recuerde en un solo día: el índice Dow Jones perdió 508 puntos, es decir, un 22% de su valor.

Los seguros de cartera, la suscripción de acciones y otros mecanismos de seguimiento de las tendencias, en principio, permiten al operador individual limitar su riesgo, a costa de acrecentar la inestabilidad del sistema. En la práctica, el colapso del sistema no permitió que cada individuo escapara ileso. El mercado se desorganizó, el pánico se puso en marcha y la liquidación forzada de los avales comprimió todavía más los valores de la plaza.

El colapso en New York tuvo repercusiones en el exterior, y el colapso de otros mercados, a su vez, afectó a New York. Londres resultó más vulnerable que New York, y el mercado suizo, habitualmente serio, resultó aún más afectado. El peor de todos fue Hong Kong, donde un grupo de especuladores en el mercado de futuros logró acordar una suspensión de las operaciones en la Bolsa por el resto de la semana, en la vana esperanza de forzar un arreglo de los contratos de futuros a un precio artificial. La estratagema fracasó, los especuladores fueron barridos y el mercado de futuros debió ser rescatado por una intervención gubernamental.

Durante la semana en que el mercado de Hong Kong estuvo suspendido, las ventas de Hong Kong se irradiaron hacia los otros mercados australasiáticos y hacia Londres. La presión vendedora persistió durante la mayor parte de las dos semanas que siguieron el Lunes Negro. En tanto que otros mercados accionarios continuaban buscando nuevos pisos, el de New York no rebasó los mínimos tocados en la oleada inicial de ventas.

El único mercado bursátil que eludió el colapso fue el del Japón. Hubo un pánico de un día, después del Lunes Negro, en que los precios cayeron hasta el límite, sin que se efectuaran muchas transacciones. (En el Japón los movimientos diarios de precios están limi-



tados por las reglamentaciones). A la mañana siguiente, las acciones japonesas se vendieron en Londres con grandes descuentos; pero cuando el mercado japonés reabrió sus puertas el día siguiente, el Ministerio de Finanzas había hecho algunos llamados telefónicos, las órdenes de venta desaparecieron milagrosamente y las grandes instituciones se convirtieron en compradores agresivos. Como resultado, el mercado recuperó una gran parte de las pérdidas del día anterior. Los precios aflojaron aún más después del pánico, y en el momento de la gigantesca emisión de la empresa Nippon Telephone & Telegraph, que implicaba absorber \$ 37.000 millones del público, pareció que el mercado podría derrumbarse. Pero las autoridades intervinieron nuevamente, esta vez permitiendo que los cuatro *brokers* principales operaran por su propia cuenta: de hecho, les dieron una licencia para manipular el mercado.

Los dos rasgos prominentes del crack de 1987, en consecuencia, son la ausencia de una segunda oleada vendedora en New York y la relativa estabilidad de Tokio. Estos dos rasgos merecen una mayor investigación, porque pueden proporcionar un cierto conocimiento interno de las consecuencias del crack.

El significado histórico del crack de 1929 provino del hecho de que precipitó la Gran Depresión. Ocurrió durante un período en que el poder económico y financiero se estaba trasladando desde Europa hacia los Estados Unidos. Este desplazamiento del poder provocó una gran dosis de inestabilidad en los tipos de cambio, y el resultado final fue que el dólar suplantó la libra esterlina como la moneda de reserva internacional. Pero el crack de 1929, por sí mismo, no desempeñó ningún papel claramente definido en este proceso.

En cambio, la significación histórica del crack de 1987 reside en que marca el traslado del poder económico y financiero de los Estados Unidos al Japón. Desde hace algún tiempo, el Japón ha estado produciendo más de lo que consume, mientras que los Estados Unidos han estado consumiendo más de lo que producen. Este proceso recibió un gran estímulo cuando el presidente Reagan asumió su cargo con un programa de reducción de impuestos y de mayores



gastos militares (en este contexto, los armamentos son otra forma de consumo), y ha ganado impulso desde entonces. Ambas partes han sido reacias a reconocerlo: el presidente Reagan quería que los norteamericanos se sintieran bien por el hecho de serlo, y persiguió la ilusión de la superioridad militar, a costa de volver ilusoria la posición norteamericana en la economía mundial. A su vez, el Japón quería seguir creciendo a la sombra de los Estados Unidos durante el mayor tiempo posible.

El crack de 1987 reveló la fuerza del Japón e hizo visible la transferencia del poder económico y financiero. Fue el colapso de su mercado de bonos lo que deprimió el mercado de bonos de los Estados Unidos, y puso en marcha el crack del mercado accionario norteamericano. Sin embargo, el Japón logró alejar el colapso de su propio mercado de acciones. Para coronar todo este proceso, las autoridades estadounidenses sólo lograron impedir una segunda oleada vendedora abandonando el dólar a su suerte. En eso reside la significación de los dos rasgos del crack que he identificado, con el objeto de prestarles una atención especial. En los hechos, Japón ha emergido como el banquero del mundo, tomando depósitos del resto del mundo, y otorgando préstamos e invirtiendo en el resto del mundo. El dólar ya no cumple los requisitos necesarios para servir como la moneda internacional de reserva. Queda como una cuestión abierta saber si es posible establecer un nuevo sistema monetario internacional sin una Gran Depresión.

Es notoriamente más difícil predecir los acontecimientos que explicarlos. ¿De qué manera se pueden anticipar decisiones que todavía no han sido tomadas? No obstante, es factible evaluar las consecuencias de las decisiones que ya han sido adoptadas.

El crack de 1987 enfrentó al gobierno estadounidense con esta alternativa: ¿qué consideraba más importante, alejar una recesión o preservar el valor del dólar? La respuesta fue inequívoca. A mediados de la segunda semana después del Lunes Negro, el dólar fue desatado de sus amarras, y a fines de esa semana el Secretario del Tesoro James Baker hizo el anuncio oficial. El dólar se movió obe-



dientemente hacia abajo, y no se produjo una segunda oleada vendedora en el mercado de acciones. El error de 1929 fue evitado, pero sólo corriendo el riesgo de cometer un tipo distinto de error. La decisión de soltar las amarras del dólar recuerda penosamente la devaluación competitiva de los años 30. Tal vez se haya comprado un transitorio alivio a costa de un mayor perjuicio más adelante.

Hay buenas perspectivas de evitar una grave recesión en los Estados Unidos, por lo menos en el cercano futuro. El gasto de los consumidores ya estaba declinando antes del crack, y éste los volverá aún más cautos. Pero la producción industrial se ha beneficiado con el dólar más bajo, y el empleo industrial se ha mantenido firme. La reducción del déficit presupuestario es demasiado pequeña para tener algún efecto. Si las corporaciones cortan sus gastos de capital, las corporaciones extranjeras que se expanden en los Estados Unidos podrían aprovechar la marea baja. Por consiguiente, es improbable que la reducción del consumo desemboque en algo mucho peor que un chato primer trimestre o semestre de 1988. Tanto Alemania como el Japón estimularán asimismo sus propias economías. El resultado neto sería una continuación del lento crecimiento que ha prevalecido en la economía mundial desde 1983. Puede resultar una sorpresa el escaso efecto directo que el mercado de acciones ejerce sobre la economía real.

Con este escenario, el problema es que quedan sin resolver los desequilibrios que precipitaron el crack de 1987. Probablemente ni el déficit fiscal ni el comercial de los Estados Unidos desaparecerán. Las secuelas del crack pueden traer un cierto respiro transitorio, pero con el tiempo el dólar está destinado a estar de nuevo bajo presión, sea porque la economía estadounidense es fuerte y persiste el déficit comercial, sea porque es débil y se necesitan tasas de interés más bajas para estimularla.

El Reino Unido se encontró en una situación similar antes de descubrir el petróleo en el Mar del Norte. El resultado fue la estancación y una serie de políticas de *stop-go* [detenerse y arrancar de nuevo]. El mismo destino le está reservado a los Estados Unidos. La



diferencia principal reside en que en este último país se encuentra la mayor economía del mundo, y su moneda sirve todavía como el medio internacional de cambio. Hasta tanto el dólar continúe siendo inestable, los mercados financieros internacionales seguirán siendo propensos a los accidentes. Se debería recordar que si bien el Acuerdo del Louvre generó las precondiciones de un crack, fue la caída real del dólar la que lo precipitó.

Si el dólar siguiera depreciándose, los poseedores de activos líquidos se sentirían impulsados a buscar refugio en otra parte. Una vez que el movimiento tome impulso, ni siquiera una suba de las tasas de interés podría detenerlo, porque el ritmo de la devaluación del dólar excedería los diferenciales de las tasas de interés en su favor. Con el tiempo, la suba de las tasas de interés provocaría una recesión más grave de la que intentó evitar el gobierno estadounidense.

Eso ya sucedió antes. En los dos últimos años de la presidencia de Carter, el capital especulativo continuó trasladándose a Alemania y Suiza aunque debiera pagar una prima para ser aceptado allí. El espectro de una caída libre del dólar es más real ahora de lo que fue en cualquier momento desde que en 1979 el presidente Carter se vio obligado a vender bonos nominados en divisas fuertes.

A partir del crack, los mercados de acciones de todo el mundo se debilitaron cada vez que el dólar se debilitó, y viceversa. El mensaje resulta muy claro: toda nueva declinación del dólar sería contraproducente. El gobierno norteamericano parece haber captado el mensaje: toda referencia a un dólar más bajo ha cesado, y ahora que se ha alcanzado una especie de compromiso presupuestario, se están haciendo preparativos para restablecer el Acuerdo del Louvre. Es mucho lo que depende del éxito de este esfuerzo. Por desgracia, el gobierno de los Estados Unidos no realiza grandes aportes: el recorte del presupuesto fue descrito por el senador Packwood como una ración miserable. Además, el crack de 1987 demostró de una manera concluyente que ese gobierno está más preocupado por evitar una recesión que por estabilizar el dólar. La



carga de sostener el dólar recaerá primordialmente sobre sus socios comerciales.

Para los japoneses, la mejor forma de proteger sus mercados de exportación consiste en transferir la producción a la zona del dólar. Muchas empresas japonesas, encabezadas por los fabricantes de automotores, están estableciendo subsidiarias fabriles en los Estados Unidos y en México. El proceso será acelerado por el crack y por el dólar que cae, todo lo cual hace que los activos norteamericanos sean más baratos y el mercado norteamericano resulte menos rentable para abastecerlo desde afuera. La solución eventual del déficit comercial será la sustitución de importaciones... por fabricantes japoneses. Esto hace eco a la solución de la brecha del dólar, aparentemente incurable, después de la Segunda Guerra Mundial. Fue ése el momento en que muchas corporaciones estadounidenses se volvieron multinacionales, y los Estados Unidos consolidaron su hegemonía sobre la economía mundial. De modo similar, el nacimiento de las empresas multinacionales japonesas coincidirá con el ascenso del Japón al liderazgo bancario y económico del mundo.

Ya ahora las inversiones japonesas en gran escala dan al Japón una considerable influencia política en los Estados Unidos. Casi todos los estados de este país han establecido oficinas de promoción comercial en el Japón. No es probable que sus esfuerzos les permitan avanzar mucho si los congresales que representan a los estados resultan demasiado explícitos en su apoyo a medidas proteccionistas. A pesar de todas las presunciones, el proteccionismo ya no puede ser una opción política válida. Y en pocos años, cuando los japoneses hayan construido sus fábricas, podrían convertirse en los más ardientes proteccionistas... para dejar afuera la competencia de Corea y Taiwan.

En el curso de la historia, han habido muchos casos en que el liderazgo económico y financiero, y eventualmente el militar y político, pasaron de un país a otro. El último ejemplo surgió en el período entre las dos guerras, cuando los Estados Unidos suplantaron a Gran Bretaña. Sin embargo, la perspectiva de que el Japón emerja



como el poder financiero dominante en el mundo resulta muy preocupante, no sólo desde el punto de vista de los Estados Unidos sino también de toda la civilización occidental.

Desde el ángulo estrictamente norteamericano, el perjuicio es demasiado evidente para merecer muchas consideraciones. La pérdida de la posición preeminente de los Estados Unidos está destinada a generar una crisis en su sentido de identidad nacional. Después de gastar sumas enormes en busca de la superioridad militar, aunque esas sumas fueron tomadas a préstamo en el exterior, ese país está poco preparado para enfrentarse con el hecho de que está perdiendo su superioridad económica. Su sentido de identidad nacional está menos enraizado en la tradición que en el caso de Gran Bretaña, por lo que la crisis será sentida con mayor intensidad. Las consecuencias, desde el punto de vista del comportamiento político de ese país, tanto interna como internacionalmente, son incalculables. Para nuestra civilización, las consecuencias son igualmente profundas pero menos obvias. El sistema comercial internacional es un sistema abierto; sus miembros son estados soberanos, que deben tratarse entre sí sobre bases de igualdad. Esa situación no se modificaría si el Japón asumiera el liderazgo. Por el contrario, se puede esperar que los japoneses procederían de una manera más cautelosa que los norteamericanos en ciertas ocasiones.

El problema es más sutil. Los Estados Unidos y Gran Bretaña son miembros de la misma cultura, lo cual no es cierto en el caso del Japón. Los japoneses han demostrado una capacidad tremenda de aprender y crecer, pero la sociedad en que viven continúa siendo fundamentalmente diferente de la nuestra. Los japoneses piensan en términos de subordinación y dominio. Contrastemos esto con la noción de que todos los hombres nacen iguales, y la diferencia entre las dos culturas aparece a la vista.

Tanto los Estados Unidos como Gran Bretaña son sociedades abiertas: en el ámbito interno, la gente disfruta en amplio grado de la libertad; en lo externo, sus fronteras están abiertas en mayor o menor escala al movimiento de mercaderías, personas, capitales e



ideas. Japón es todavía, en gran medida, una sociedad cerrada. Los rasgos de una sociedad abierta, tales como una forma democrática de gobierno, fueron impuestos por una potencia ocupante después de una guerra perdida. Pero el sistema de valores que impregna la sociedad japonesa es cerrado: los intereses del individuo están subordinados a los intereses del conjunto social.

Esta subordinación no se logra a través de la coerción; Japón no se parece en absoluto a un estado totalitario. Es simplemente un país con un sentido muy fuerte de su misión nacional y de cohesión social. Los japoneses quieren ser parte de un grupo que se esfuerza por ser el número uno, tanto si se trata de su empresa como de su nación, y están dispuestos a sacrificios considerables al servicio de esa meta. No se los puede criticar por mantener esos valores; es más apropiado, por cierto, criticar a los norteamericanos por su falta de disposición a soportar cualquier inconveniente personal en aras del bien común. Japón es una nación en ascenso; los Estados Unidos se han vuelto decadentes.

La cuestión consiste en saber si los Estados Unidos en particular y el resto del mundo en general permitirán que los domine una sociedad ajena, con un sentido tan fuerte de identidad nacional. El problema es perturbador, no sólo para el mundo occidental sino también para los japoneses. Existe una fuerte escuela de pensamiento que quiere que Japón se abra con el fin de volverse más aceptable para el resto del mundo. Pero hay también un fuerte compromiso con los valores tradicionales y un miedo casi patológico, especialmente en la generación más vieja, a que el Japón pueda perder su impulso antes de transformarse en el número uno. Japón es una sociedad en transición, y podría llegar a ser mucho más abierta a medida que asuma el liderazgo. Existen muchas tensiones y contradicciones internas, que tienden a minar la cohesión social y los valores jerárquicos. Mucho depende de la rapidez con que se produzca la transición. Si los Estados Unidos demostraran ser algo más viables de lo que han sido últimamente, el sistema de valores de una sociedad abierta podría asimismo volverse más atractivo para los japoneses.



El carácter cerrado de la sociedad japonesa se manifiesta en muchas áreas. Siendo formalmente una democracia, el Japón ha sido gobernado por un solo partido desde que adoptó su actual constitución; la sucesión de los primeros ministros es decidida en negociaciones que se realizan a puertas cerradas. Si bien el mercado interno está formalmente abierto, las empresas extranjeras encuentran imposible penetrar en él sin un aliado interno. Pero en ningún aspecto la diferencia entre el carácter abierto del sistema occidental y el carácter cerrado del japonés se revela de una manera más dramática que en los mercados financieros.

El mundo occidental se ha pasado de la raya al permitir que los mercados financieros funcionen sin verse molestados por ninguna reglamentación gubernamental. Fue un grave error, como lo demostró el crack de 1987. Los mercados financieros son intrínsecamente inestables; la estabilidad sólo puede ser mantenida si se convierte en un objetivo de política pública. La inestabilidad es acumulativa. Como he tratado de demostrarlo en otras partes de este libro, cuanto mayor es el tiempo durante el cual se les permite desarrollarse sin reglamentaciones, tanto más inestables se vuelven esos mercados, hasta que finalmente experimentan un crack.

La actitud japonesa hacia los mercados financieros es totalmente distinta. Los japoneses tratan los mercados como un medio para un fin, y los manipulan en consonancia con este concepto. Las autoridades y los jugadores institucionales están conectados por un sistema sutil de mutuas obligaciones.

Algunos acontecimientos recientes han permitido conocer por dentro la forma en que opera el sistema. La primera vez que el mercado estaba listo para el colapso, después del Lunes Negro, bastó un llamado telefónico del Ministerio de Finanzas para convocar a las instituciones financieras. En el segundo caso, en el momento de la emisión pública de las acciones de la empresa Nippon Telephone & Telegraph, las instituciones financieras demostraron ser menos sensibles, tal vez porque el Ministerio había disparado todos sus cartuchos en el primer llamado telefónico. Entonces tuvo que contar



con los *brokers*, cuya supervivencia fue amenazada directamente. Dándoles una licencia para manipular el mercado, las autoridades evitaron el desastre.

Saber si se puede evitar indefinidamente un colapso es uno de los interrogantes más fascinantes relacionados con la actual situación financiera: aún espera una respuesta. Las autoridades han permitido que se desarrolle una burbuja especulativa en el mercado inmobiliario y de acciones de Tokio cuya magnitud tiene pocos paralelos en la historia. Para ilustrarlo, diremos que las acciones de la Nippon Telephone & Telegraph fueron vendidas al público a 270 veces sus *earnings*, mientras que las de la American Telephone & Telegraph (ATT) fueron valuadas a 18 veces.

Si éste fuera un mercado libre, ya habría experimentado un colapso. No se conoce ningún ejemplo en la historia en que una burbuja de esta magnitud haya sido desinflada de una manera ordenada sin estallar. Las autoridades han sido incapaces de impedir un crack en el mercado japonés de bonos, pero tal vez puedan impedirlo en el mercado accionario. La continua firmeza del yen funciona en su favor. Si tuvieran éxito, sería una histórica primera vez, el alba de una nueva era en que los mercados financieros son manipulados en beneficio del bien común.

El efecto del crack fue el de acercar aún más el mercado de acciones japonés a lo que es un sistema cerrado. Al comienzo de la crisis, los extranjeros poseían menos del 5% de las acciones japonesas. Durante su transcurso y después, se deshicieron de una gran parte de sus paquetes. Es interesante señalar que las ventas fueron absorbidas no tanto por las instituciones japonesas como por el público, que fue alentado por los *brokers* a endeudarse fuertemente. De hecho, los *brokers* japoneses hablaron de comprar acciones durante la crisis como un deber patriótico, cuyo cumplimiento colocaría al Japón en una posición especial, apartada del resto del mundo. La deuda marginal asciende a un récord de todos los tiempos. Encontrar la forma de reducir la carga de la deuda sin precipitar una liquidación forzada de las cuentas marginales es la tarea que enfrentan ahora las autoridades.



¿Por qué las autoridades japonesas permitieron que se desarrollara la burbuja especulativa, en primer lugar? He aquí otra pregunta fascinante, sobre la cual sólo se pueden hacer conjeturas. Hubo presiones externas —los Estados Unidos presionaban para que las tasas de interés bajaran en el Japón— pero los japoneses no habrían cedido si eso no les hubiese convenido.

Al comienzo, la inflación de los activos financieros permitió a las autoridades descargar sus obligaciones hacia los bancos en momentos en que la economía real encontraba profundos problemas. Sin el auge del mercado inmobiliario y de acciones, los bancos comerciales habrían visto que se echaban a perder muchos de sus préstamos a las compañías industriales, y sus *earnings* se habrían perjudicado. La especulación en el mercado inmobiliario y en el accionario les permitió ampliar sus carteras de préstamos contra avales aparentemente buenos, y también permitió a las empresas industriales compensar el déficit de sus *earnings* con otros *earnings* provenientes del *zaitech*, es decir, de la manipulación financiera.

El auge inmobiliario tuvo también otro propósito: contribuyó a preservar una alta tasa de ahorro interno y un balance comercial favorable, a pesar de la suba del yen. Al aumentar el costo de la vivienda con mayor rapidez que los salarios, los asalariados japoneses tuvieron buenas razones para ahorrar una parte creciente de sus ingresos. Como la economía interna se encontraba en recesión, se disponía de los ahorros para inversiones en el exterior. Fue una receta ideal para amasar riqueza y poder en el mundo, aun si las inversiones en el exterior se desvalorizaran. Sospecho que por lo menos una fracción de la élite japonesa del poder se sentiría muy complacida de ver que los inversores pierden algún dinero: impediría que los japoneses se ablandaran antes de que Japón se vuelva grande. ¿De qué otra manera se podría explicar la predisposición de un gobierno democrático a vender acciones a su electorado a precios evidentemente inflados?

Pero los crecientes precios de la tierra y de las acciones comenzaron pronto a tener consecuencias adversas. La alta tasa de ahorro



trajo una presión adicional desde afuera para estimular la economía interna, y finalmente el gobierno debió ceder. Además, la brecha entre quienes poseían propiedades inmuebles y quienes no las tenían creció hasta tal punto que amenazaba la cohesión social. No bien el mercado interno comenzó a recuperarse, ya no fue necesario permitir que los bancos financiaran transacciones especulativas; por el contrario, era adecuado reorientar sus recursos hacia la economía real. El intento de frenar los préstamos bancarios y la oferta monetaria desencadenó la cadena de acontecimientos que reseñé antes.

Resulta irónico que los japoneses comprendan el carácter reflexivo de los mercados financieros mejor que el mundo occidental, y es de lamentar que lo usen para asegurar el éxito de un sistema cerrado. Si no nos gustara lo que está ocurriendo, deberíamos tomar medidas para desarrollar una alternativa viable.

El auge del mercado de acciones ha desviado nuestra atención del fundamental deterioro de la posición financiera de los Estados Unidos. Con la actividad frenética de los mercados financieros y el señuelo de compensaciones rápidas, era posible por lo menos pretender que las políticas seguidas por el gobierno de Reagan estaban funcionando. El crack de 1987 llega como un duro despertar. Muchas de las ganancias resultaron ilusorias, y pronto a la actividad frenética le sucederá la paz de los cementerios. Las perspectivas son lúgubres. De una manera u otra, enfrentamos una reducción de los niveles de vida. Mucho dependerá del camino que elijamos. El sendero más verosímil es el que esboqué antes. Es el que siguió Gran Bretaña antes que los Estados Unidos, y probablemente produciría resultados similares en este último país. El efecto sobre la economía mundial podría ser mucho más negativo, a causa de la importancia del dólar.

Existe también la tentación de adoptar una política proteccionista, pero ya no es una alternativa viable, por las razones que señalé anteriormente. Sin embargo, podría causar mucho daño. Finalmente, existe la posibilidad de reafirmar el liderazgo que los Estados Unidos no fueron capaces de ejercer. Esto implicaría no



sólo poner la propia casa en orden, sino también traer a la existencia un nuevo orden financiero internacional, que sea apropiado a las modificadas circunstancias actuales.

No podemos tener una economía internacional que funcione de una manera pareja sin una moneda internacional estable. Las autoridades monetarias comenzaron a reconocerlo con el Acuerdo del Plaza en octubre de 1985, y lo volvieron a confirmar con el Acuerdo del Louvre en febrero de 1987. Por desgracia, las medidas que tomaron resultaron inadecuadas, y el Acuerdo del Louvre se hizo pedazos en el crack de 1987. Como la decisión de estabilizar el dólar puede ser considerada responsable del crack, de una manera u otra, es altamente improbable que se pueda remendar el Acuerdo del Louvre. Cualquiera sea el acuerdo al cual se llegue, su credibilidad habrá quedado muy reducida por el hecho de que, al llegar al momento decisivo, el acuerdo anterior habrá sido abandonado.

Tratar de proteger la moneda a un nivel insostenible puede hundir a cualquier país en una prolongada depresión: es lo que le ocurrió a Gran Bretaña en 1926, cuando volvió al patrón oro a sus niveles de preguerra. Se podría alegar que el dólar está cotizado razonablemente a 1,65 marcos alemanes y a 1,32 yenes. Esto es cierto en el sentido de que una mayor caída de su valor no traería ninguna mejora apreciable a corto plazo en su balance comercial. Pero esto ya era cierto cuando el dólar estaba un 10% más arriba. El motivo es que el proceso de ajuste lleva tiempo, mientras que una caída del valor de la moneda tiene un impacto negativo inmediato (el famoso efecto de la curva en J). Además, cuanto más inestable es el tipo de cambio, tanto más reacia se vuelve la gente a hacer las inversiones necesarias para adaptarse a la nueva situación.

Este argumento sirve únicamente para probar que no existe ninguna tasa realista de cambio a la cual el dólar pueda continuar desempeñando su papel como la moneda internacional de reserva: el dólar carece de vigor, cualquiera sea el precio que tenga. Los tenedores de activos financieros buscan el mejor refugio de valor, y el dólar ya no cumple con los requisitos necesarios. Un país con un



gran déficit fiscal y un gran déficit comercial no puede esperar que los extranjeros acepten un flujo en constante crecimiento de su moneda. No obstante, el sistema financiero internacional no puede funcionar sin una moneda estable como su fundamento. Esta es la lección central que emerge del crack de 1987.

Necesitamos desesperadamente un sistema monetario internacional que no esté basado en el dólar. Sin embargo, el yen no está preparado todavía para servir como la moneda de reserva internacional, en parte porque los mercados financieros japoneses no son suficientemente abiertos, y en parte porque el resto del mundo no está preparado para aceptar la hegemonía japonesa. La solución ideal sería una genuina moneda internacional, emitida y controlada por un genuino banco internacional. Los préstamos internacionales vinculados con el balance de pagos serían nominados en la moneda internacional, y el valor de esa moneda quedaría atado al oro o a una canasta de *commodities*, asegurando así que las deudas fueran reembolsadas en su totalidad. Únicamente cuando el dólar pierda su status privilegiado, los Estados Unidos dejarán de inundar el mundo con dólares. Cuanto antes se realice la transición, tanto mejores serán las chances de detener la declinación de ese país.

Lamentablemente, todavía no estamos preparados para aprender la lección central que se desprende del crack. La opinión prevaleciente sigue sosteniendo que los mercados se corrigen a sí mismos, y que se debería permitir que los tipos de cambio encuentren sus niveles de equilibrio. Si el crack del 87 ha tenido algún efecto, ha sido el de reforzar esta línea de pensamiento. Como consecuencia, podemos esperar un período de continuo desorden en los mercados financieros, si bien es posible que el foco de la atención se desplace del mercado de acciones al de divisas y de bonos y, eventualmente, al mercado de los metales preciosos.

La idea de una moneda internacional y de un Banco Central internacional tiene escasos partidarios. Resulta irónico que probablemente encuentre una reacción más entusiasta en el Japón que en los Estados Unidos. En el Japón hay mucha gente que desearía ver



a su país desarrollarse en una sociedad más abierta. Los japoneses aún conservan recuerdos muy vívidos de la Segunda Guerra Mundial, cuando trataron de seguir solos su propio camino. Florecerían mucho más en el marco de un sistema comercial y financiero a escala mundial que embarcándose en la imposible tarea de crear un sistema propio. Como recién llegados, estarían dispuestos a aceptar un arreglo que no refleje plenamente su poderío actual.

Sin embargo, son los Estados Unidos los que más tienen para ganar con una reforma del sistema monetario internacional. Les permitiría consolidar su posición en un mundo que de otra manera correrían el riesgo de perder. Están todavía en condiciones de lograr un acuerdo favorable, especialmente en vista de su poder militar. El hecho más importante es que se podría preservar un sistema abierto, en el cual Japón sería uno de los miembros líderes, convirtiéndose en una sociedad más abierta durante ese proceso. La alternativa es un período similar al de los años 30: desorden financiero o políticas de empobrecimiento de los países vecinos, que conducen a una depresión mundial y tal vez a la guerra.



## EPÍLOGO

---

**E**l tema integrador de este libro es el concepto de reflexividad. He examinado sus consecuencias para las ciencias sociales en general, y para los mercados financieros en particular. He dejado en gran parte sin examinar otras áreas. Desearía mencionarlas brevemente aquí, aunque mis reflexiones al respecto no están elaboradas como es debido, y deberían formar el tema de otro libro. Pero temo no tener la posibilidad de escribirlo, especialmente si sigo comprometido en los mercados financieros.

Comenzaré por la cuestión de los valores. La teoría económica nos ha entrenado para tomar los valores como dados, si bien los hechos sugieren que son moldeados por un proceso reflexivo. En nuestra época, los valores pueden ser reducidos en su mayor parte a términos económicos —el laureado más reciente con el Premio Nobel ganó su premio interpretando la política como un proceso económico en el cual los participantes tratan de maximizar sus propios beneficios— pero no siempre ha sido así, y aún hoy en muchas partes del mundo los comportamientos que maximizan los beneficios ocupan el segundo lugar con respecto a otras motivaciones. La religión y la tradición son más difíciles de someter al análisis económico que la política en una cultura materialista. Tenemos grandes dificultades para comprender un fenómeno como el fundamentalis-



mo islámico; en el otro extremo de la escala, un movimiento que admiramos, Solidaridad, es igualmente extraño a nuestra manera de pensar.

El predominio de los valores económicos en las sociedades occidentales y occidentalizadas es él mismo una función de nuestro éxito económico. Los valores evolucionan de un modo reflexivo: el hecho de que la actividad económica ha producido resultados positivos ha realzado la importancia que atribuimos a los valores económicos. Se puede decir lo mismo del método científico: los triunfos de las ciencias naturales han elevado el status del método científico a alturas insospechadas. A la inversa, diversas formas de arte han desempeñado un papel mucho más destacado en culturas no muy alejadas de la nuestra, simplemente porque resultaba más fácil alcanzar resultados positivos en el arte que en la actividad económica. Aún hoy la poesía tiene un peso en Europa oriental, incluyendo la Unión Soviética, que resulta difícil comprender en Occidente. Tengo escasas dudas de que nuestro énfasis en los valores materiales, la ganancia y la eficiencia ha sido llevado a un punto extremo.

Los procesos reflexivos tienden a conducir a excesos, pero es imposible definir lo que es excesivo, porque en materia de valores no existe nada parecido a lo normal. Tal vez la mejor forma de enfocar el tema de los valores consista en suponer que están enraizados en la fantasía, antes que en la realidad. En consecuencia, todo conjunto de valores tiene un defecto intrínseco. Por ende, podemos preguntar cuáles son los elementos de la fantasía en un determinado conjunto de valores, y de qué manera han interactuado los elementos de la fantasía y la realidad. Cualquier otro enfoque introduciría un sesgo en favor de nuestro propio conjunto defectuoso de valores.

Los valores están íntimamente vinculados con el concepto del sí mismo o (*self*), un concepto esencialmente reflexivo. Lo que pensamos ejerce sobre lo que somos una influencia mucho mayor que sobre el mundo que nos rodea. Posiblemente lo que somos no puede corresponder a lo que pensamos que somos, pero hay una interacción de dos vías entre ambos conceptos. A medida que recorremos



nuestro camino en el mundo, nuestro sentido del sí mismo evoluciona. La relación entre lo que pensamos que somos y lo que somos realmente es la clave de la felicidad: en otras palabras, provee el sentido subjetivo de la vida.

Podría proporcionar con facilidad una interpretación reflexiva de mi propio desarrollo, pero soy reacio a hacerlo, porque sería demasiado revelador, por no decir que me incriminaría. No será una sorpresa para el lector mi admisión de que siempre he tenido una visión exagerada de mi propia importancia: para decirlo en forma cruda, me imaginé como una especie de dios o de reformador económico a la manera de Keynes (cada cual con su Teoría General) o aún mejor como un hombre de ciencia a la manera de Einstein (la reflexividad suena como una palabra parecida a la relatividad). Mi sentido de la realidad fue suficientemente fuerte para hacerme comprender que estas expectativas eran excesivas, y las mantuve ocultas como un secreto culposo. Esto fue la fuente de una considerable infelicidad durante una gran parte de mi vida adulta.

Pero a medida que avancé por el mundo, la realidad se acercó a mi fantasía en escala suficiente para permitirme que admitiera mi secreto, por lo menos para mis adentros. Es innecesario decir que, como resultado, me siento mucho más feliz. He tenido la suerte de poner en práctica algunas de mis fantasías: este libro, en especial, me llena de una gran dosis de realización. La realidad está muy lejos de mis expectativas, como lo puede observar fácilmente el lector, pero ya no necesito experimentar un sentimiento de culpa. El hecho de escribir este libro, y especialmente estas líneas, me expone en una forma en que nunca me atreví a exponerme antes, pero siento que puedo permitírmelo: mi éxito en los negocios me protege. Me siento libre de explorar mis aptitudes hasta sus límites, justamente porque no sé dónde están estos límites. La crítica me ayudará en este esfuerzo.

Lo único que podría herirme es que mi éxito me alentara a volver a mis fantasías infantiles de omnipotencia... pero no es probable que eso ocurra mientras esté comprometido en los mercados finan-



cieros, porque me recuerdan constantemente mis limitaciones. Dada mi personalidad, he sido extremadamente afortunado en la elección de mi carrera, pero no fue realmente una elección, desde luego, sino un proceso reflexivo, en el cual mi carrera y mi sentido del *self* evolucionaron en tándem. Podría decir mucho más al respecto, pero mientras siga desarrollando una carrera en el mundo de los negocios tendré que apelar a la Quinta Enmienda.\* Existe un punto más allá del cual la revelación de uno mismo puede resultar dañosa, y uno de los defectos de mi carácter, que no he investigado plenamente, es la urgencia de revelarme a los demás. Tal vez hace un minuto exageré cuando dije que no tengo miedo de exponerme.

Tengo igualmente algunos puntos de vista sobre lo que se podría llamar el significado de la vida en el sentido objetivo, si no fuera una contradicción en los términos utilizar la palabra objetivo en este contexto. Parto del supuesto de que todo esfuerzo humano es defectuoso: si descartáramos todo lo que presenta defectos, no quedaría nada.

Por consiguiente, debemos extraer lo mejor de lo que tenemos; la alternativa consiste en abrazar la muerte. La elección es real, porque se puede abrazar la muerte en un cierto número de formas; la búsqueda de la perfección y de la eternidad en todas sus manifestaciones equivale a elegir la idea de la muerte por sobre la idea de la vida. Si llevamos esta línea argumental hasta su conclusión lógica, el sentido de la vida consiste en los defectos de las propias concepciones, y en lo que cada uno hace con ellos. La vida puede ser considerada como una falacia fértil.

Hasta ahora he hablado principalmente en términos del individuo. Pero éste no existe aislado; su conocimiento intrínsecamente imperfecto lo vuelve aún más dependiente de la sociedad a la cual

\* La Quinta Enmienda a la Constitución de los Estados Unidos (las diez primeras Enmiendas, aprobadas en 1791, forman la llamada Carta de los Derechos - Bill of Rights ) prohíbe, entre otras cosas, obligar a una persona a prestar testimonio contra sí misma. [N. del T.]



pertenece. El análisis que ha llevado al concepto de reflexividad esclarece también en cierta medida la relación entre el individuo y la sociedad. Es un error pensar que existen dos entidades separadas en este terreno: la relación se establece entre una parte y un todo. Hemos visto las dificultades cognitivas que origina tal relación; ni el individuo ni la sociedad pueden ser definidos sin hacer referencia al otro. Dada la estructura de nuestro lenguaje, resulta extremadamente difícil reconocer la naturaleza contingente de ambas entidades, y es un hecho histórico que en su mayor parte los discursos sobre este tema han tomado como su punto de partida el todo o la parte. La elección del punto de partida tiende a impregnar con un sesgo determinado el resto de la discusión. El famoso discurso de Agripa, en el cual compara la sociedad con un organismo, compendia un extremo, y el contrato social de Rousseau compendia el otro.

Con el objeto de evitar el sesgo implícito en estos extremos, se deben establecer nuevas categorías del lenguaje. En el contexto de la ciencia de la computación y del análisis de sistemas está comenzando a emerger un lenguaje apropiado, pero le llevará tiempo impregnar el discurso general.\* Aunque aprendamos a pensar en términos de relaciones reflexivas y recursivas, nos vemos enfrentados con una alternativa esencial: ¿la sociedad debería adoptar un molde predeterminado, o debería permitir a sus miembros que determinen la forma de la sociedad en la cual viven? El primer tipo de sociedad fue descrito por Karl Popper como cerrado, el segundo como abierto.

Acabo de regresar de China, donde el tema tiene una significación vital. Ese país pasó por un período horrendo, en el cual lo colectivo aterrorizó al individuo en una escala masiva. Ahora lo dirige un grupo de personas que habían sido sometidas al terror.

\* Me han impresionado mucho Gregory Bateson, *Steps to an Ecology of Mind* (New York: Ballantine, 1975) y Douglas R. Hofstadter, *Gödel, Escher, Bach: An Eternal Golden Braid* (New York: Basic Books, 1979). [Hay traducciones al español].



Estas personas tienen amplios motivos para ser apasionadamente devotas a la causa de la libertad individual, pero enfrentan una larga tradición de feudalismo, una burocracia omnipresente y las restricciones de la ideología marxista.

Me sorprendió encontrar un ávido interés por el concepto de reflexividad.

Como lo señalé en este libro, se podría describir también la reflexividad como una especie de dialéctica, pero he evitado utilizar este término a causa del pesado bagaje inelectual que lleva consigo. Son precisamente estas connotaciones las que vuelven el concepto tan fascinante para los chinos, porque les permite modificar la ideología marxista sin romper con ella. Hegel propuso una dialéctica de las ideas; Marx dio vuelta de cabeza la idea, y abrazó el materialismo dialéctico; ahora hay una nueva dialéctica, que conecta la actividad mental de los participantes con los acontecimientos en los cuales participan, es decir, opera entre las ideas y las condiciones materiales. Si el concepto de Hegel fuera la tesis y el marxismo la antítesis, la reflexividad sería la síntesis.

Pero hay una diferencia fundamental entre el marxismo y la nueva dialéctica. Marx trabajó esforzadamente sobre la base de un malentendido: creía que una teoría, para ser científica, debe determinar el curso futuro de la historia. La nueva dialéctica es enfáticamente no determinista. Como la forma de la sociedad no puede ser determinada científicamente, debe permitirse a los participantes que decidan su propia forma de organización. Al no tener ningún participante el monopolio de la verdad, el mejor arreglo es el que hace posible un proceso crítico en el cual se puedan debatir libremente los distintos puntos de vista en conflicto, y eventualmente se pueda someterlos a una prueba en el terreno de la realidad.

Ni los mercados ni las elecciones constituyen un criterio objetivo, pues expresan únicamente la inclinación prevaleciente. De esta manera, el concepto de reflexividad conduce directamente al concepto de una sociedad abierta, lo cual explica su encanto para la China contemporánea. En lo que a mí se refiere, completa lo que



Hofstadter llamaría un *loop* [circuito] recursivo entre mi concepto de la reflexividad, mi interés por los mercados financieros y mi devoción por el ideal de una sociedad abierta.

Referencias

(1) Karl B. Popper, *The Poverty of Historicism* (London: Routledge & Kegan Paul, 1957), p. 130.

Capítulo 1

(1) George Soros, *Money and Money Moves* (New York: Quadrant, 1987).

(2) Louis C. Rubbo, *The Theory of the Firm and the Economics of Financial Decision Making* (New York: Columbia Press, 1981).

(3) Paul L. Fisher, *The Theory of Financial Markets* (New York: John Wiley, 1987) y *The Theory of Financial Markets* (New York: John Wiley, 1987).

(4) Karl B. Popper, *The Poverty of Historicism* (London: Routledge & Kegan Paul, 1957), p. 130.

Capítulo 2

(1) Popper, *Money, Markets, International Currency Regulation: Essays on the Economics of Money* (London: George Allen & Unwin, 1987).

(2) Henry P. Fisher, *The Theory of Financial Markets* (New York: John Wiley, 1987).

Capítulo 3

(1) *The New York Times* (22.1.1987).

(2) *Financial Times* y *The Economist* (1.10.1987) y *The New York Times* (1.10.1987).  
(3) *The New York Times* (1.10.1987) y *The Economist* (1.10.1987).



the first of these is the fact that the government has not yet decided whether it will or will not take any action to prevent the sale of arms to the South African government. The second is the fact that the government has not yet decided whether it will or will not take any action to prevent the sale of arms to the South African government.

The third is the fact that the government has not yet decided whether it will or will not take any action to prevent the sale of arms to the South African government.

There are many other factors which are relevant to the question of whether the government should take any action to prevent the sale of arms to the South African government. These factors include the fact that the South African government has not yet decided whether it will or will not take any action to prevent the sale of arms to the South African government. The fourth is the fact that the government has not yet decided whether it will or will not take any action to prevent the sale of arms to the South African government.

The fifth is the fact that the government has not yet decided whether it will or will not take any action to prevent the sale of arms to the South African government. The sixth is the fact that the government has not yet decided whether it will or will not take any action to prevent the sale of arms to the South African government. The seventh is the fact that the government has not yet decided whether it will or will not take any action to prevent the sale of arms to the South African government.

The eighth is the fact that the government has not yet decided whether it will or will not take any action to prevent the sale of arms to the South African government. The ninth is the fact that the government has not yet decided whether it will or will not take any action to prevent the sale of arms to the South African government. The tenth is the fact that the government has not yet decided whether it will or will not take any action to prevent the sale of arms to the South African government.



## NOTAS

### Introducción

(1) Karl R. Popper, *The Poverty of Historicism* (London: Routledge & Kegan Paul, 1957), p. 130.

### Capítulo 1

(1) George Stigler, *Theory of Price* (New York: Mcmillan, 1966).

(2) Lionel C. Robbins, *An Essay on the Nature and Significance of Economic Science*, 3d. ed. (New York: New York University Press, 1984).

(3) Karl R. Popper, *The Logic of Scientific Discovery* (New York: Basic Books, (1959) y *Conjectures and Refutations* (London: Routledge and Kegan Paul, (1963).

(4) Karl R. Popper, *The Poverty of Historicism* (London: Routledge & Kegan Paul, 1957), p. 130.

### Capítulo 3

(1) Ragnar Nurske, *Interntional Currency Experience: Lessons of the Interwar Period* (Ginebra: Liga de las Naciones, Secretariado; Departamento económico, financiero y de tránsito, 1944).

(2) Henry Kaufman, *Comments on Credit*, Mayo 3, 1985 (New York: Solomon Brothers Inc.).

### Capítulo 5

(1) *The New York Times* (Abril 2, 1985).

(2) Milton Friedman y Anna Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867 - 1960* (Princeton: Princeton University Press, 1963) y *Monetary Statistics of the United States* (New York: Columbia University Press, 1970).



## Capítulo 6

(1) George Soros, *The International Debt Problem, Diagnosis and Prognosis*, Julio 1983; *The International Debt Problem Revisited*, Marzo 1984 (New York: Morgan Stanley).

(2) Anatole Kaletsky, *The Costs of Default* (New York: Twentieth Century Fund, 1985).

## Capítulo 7

(1) Jenry Kaufman, loc. cit., passim.

(2) Por ejemplo, testimonio de Paul Volcker ante el Comité Bancario del Senado, Febrero 20, 1986.

## Capítulo 8

(1) International Monetary Fund, *World Economic Outlook* (Setiembre 1, 1980).

(2) Jonathan E. Gray, Financial Corporation of America: Strategic Analysis = Forecast, *Bernstein Research*, Dic. 28, 1983 (Mew Upri: Sanford C. Bernstein & Co.).

## Capítulo 18

(1) The International Parliamentary Working Round Table on Exchange Rates and Coordination, Zurich, Suiza; Junio 28, 29 y 30, 1986.

(2) The US. Congressional Summit on Debt and Trade, New York, N.Y.; Dic. 3, 4 y 5, 1986.

## ACERCA DEL AUTOR

George Soros nació en Budapest, Hungría, en 1930. Durante su adolescencia sobrevivió a la ocupación alemana y soviética de Hungría. Quería ser filósofo y completó su formación universitaria en la *London School of Economics*, pero terminó como un operador de arbitrajes, primero en Londres y después en Nueva York. En 1969 comenzó a administrar un fondo internacional de inversiones. Hacia 1987 ese fondo había crecido de \$ 4 millones a casi \$ 2.000 millones, y sus acciones habían multiplicado su valor por 300. Tiene tres hijos de su primer matrimonio. El y su segunda esposa, Susan, tienen dos hijos.