

Crisis en la Nueva Economía

MARCELO F. RESICO

Introducción

La grave crisis económica de la Argentina, experimentada a través de los últimos dos años, ha puesto un velo con respecto a los acontecimientos que se están sucediendo rápidamente en el resto del mundo. La reciente desaceleración de la economía americana ha llevado a la reducción del crecimiento de la economía a nivel mundial. En los dos últimos años se ha verificado la caída de las cotizaciones bursátiles alrededor del globo y, como consecuencia, han disminuido las expectativas de crecimiento. Por ejemplo, las previsiones de expansión económica dadas a conocer recientemente por el FMI para las distintas economías a nivel mundial muestran una reducción general en el nivel de actividad.¹

El cambio en los niveles de actividad económica en los Estados Unidos parece estar ligado a los escándalos contables que opacaron la transparencia en la operatoria de varias grandes corporaciones americanas y al impacto del atentado terrorista en las torres gemelas del 11 de septiembre, pero parecen tener su punto de inicio en el descalabro de las cotizaciones bursátiles del índice Nasdaq -que es el índice ponderado de la cotización de las empresas tecnológicas- en marzo de 2000.² Este hecho dio por tierra con el sector más dinámico de la economía americana en los 90 que fue el de las nuevas tecnologías, y cuya importancia se sintetizó en el concepto de "Nueva Economía" -de aquí en adelante NE. Cuando uno repasa las noticias y artículos de revistas espe-

cializadas en los últimos años, puede constatar que, mientras a fines de los 90" existía un optimismo sin contrastes en cuanto a la potencialidad futura de la NE, existe hoy un fuerte reparo en cuanto al período necesario para reconstruir algo de la anterior confianza.

La intención de este artículo consiste en explicitar las consecuencias de la caída del Nasdaq para evaluar y repensar algunos elementos presentes en la NE. El enfoque utilizado no se basa en un análisis pormenorizado de un determinado terna, sino que intenta recorrer los principales hechos ocurridos e ideas implicadas desde una visión de conjunto para tratar de establecer las conexiones entre los distintos elementos. Para ello, comenzaremos por la descripción de cómo se desarrolló la realidad histórica que inspiró el concepto de la NE, luego mostraremos la evolución de las cotizaciones bursátiles y los problemas alrededor de la innovación dentro de la lógica de los mercados financieros, para finalizar con el debate actual sobre la regulación prudencial de este tipo de economía. Demás está aclarar que el artículo no pretende ser un estudio exhaustivo, dado lo reciente de los acontecimientos, sino que comparte el carácter provisional de los primeros análisis.

Finanzas, desregulación y nuevas tecnologías

Durante los últimos veinte años, la economía de los Estados Unidos, y con ella la economía mundial, estuvo signada por dos hechos

sobresalientes: el desarrollo de mercados de capitales cada vez más interconectados, potentes y desregulados, y la revolución tecnológica en comunicaciones e informática. Según algunos autores, estos cambios dieron lugar al ascenso de nuevos actores entre los que se incluyen los fondos de pensión y de inversión, las empresas de comunicaciones, los complejos multimedios³, las industrias de hard y software informático, etc. Por otra parte, las corporaciones industriales clásicas y los sindicatos perdieron su anterior influencia.⁴ La NE, como veremos, está muy ligada a este desarrollo histórico que combinó factores técnicos, económicos y decisiones de política.

En cuanto a la evolución del sistema financiero hasta la década de los 70," seguía atado a ciertas enseñanzas extraídas de la crisis de los años 30" que inspiraron las reformas de posguerra.⁵ Como consecuencia de estos hechos, se desprendieron una serie de pautas generales para evitar crisis similares en el futuro. Entre éstas se contaban: centrar el sistema financiero alrededor de los bancos que daban mayor confianza frente a las bolsas, desincentivar la concentración bancaria para evitar riesgo sistémico, aislar a los bancos de las compras de acciones separando su actuación de los mercados de capitales, e imponer mayores requisitos de acceso y transparencia de la información para empresas que querían actuar en el mercado de capitales.⁶

A partir de los 80' dos elementos confluyentes llevaron a un cambio en este estado de cosas. Nos referimos, por un lado, a la revolución técnica asociada a las comunicaciones y a la informática, y, por otro, al consenso creciente dentro de la política económica a favor de los mercados libres.

La revolución tecnológica permitió la búsqueda, procesamiento, y transmisión de grandes masas de datos, lo cual dio lugar a un cambio tanto en la estructura como la organización de los mercados financieros. Las nuevas herramientas asimismo "posibilitaron el acceso de los inversores individuales a portafolios diversificados compuestos de bonos, acciones, y créditos hipotecarios, a bajo costo. Además proveyeron a los pequeños inversores con un management profesional de los portafolios. Estos cambios llevaron a una mayor sensibili-

dad de las economías domésticas por los retornos y riesgos de los distintos activos en búsqueda permanente de la mayor rentabilidad."⁷

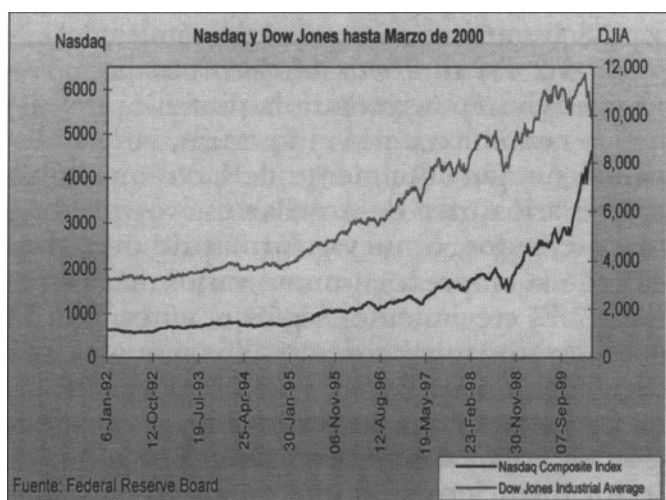
Por otra parte, y en estrecha relación a lo anterior, se fue gestando un cambio en el consenso económico. Desde hacía tiempo se venía desarrollando un nuevo enfoque que se centraba en una renovación de la confianza en los mercados libres como modo de organización económica.⁸ Teorías como el monetarismo, las expectativas racionales, la economía de la oferta (supply-side economics), etc., provenientes en su mayoría de la Escuela de Chicago, pasaron al primer plano de la discusión de política económica.⁹ Con el advenimiento de gobiernos inspirados en estas ideas, se adoptaron una serie de reformas que se basaban en la desregulación de distintos sectores de la economía y que, por supuesto, incluían a los mercados financieros.¹⁰ De este modo, resultaron desmanteladas en parte las separaciones entre los bancos y los mercados de capitales. Finalmente, se verificó un aumento del volumen de los mercados de capitales frente a los bancos, de la mano del crecimiento de los fondos de jubilaciones y pensiones.¹¹

Como resultado de las dos tendencias mencionadas, disminuyó la segmentación en los mercados financieros, aumentando la competencia, lo que llevó a la modificación de las reglas de juego que regían hasta entonces. Por otra parte, se dio una extensión global de los mercados financieros, dado que las tecnologías prácticamente eliminaron las barreras geográficas y temporales, incrementando el flujo de capitales a través del mundo en tiempo real.¹² El avance en la capacidad de conexión puso en contacto instituciones de diversos países con distintos marcos regulatorios, generando una tendencia hacia el cambio en esta dirección.

Auge y caída de la Nueva Economía

Si bien muchos adelantos tecnológicos se habían hecho en la década precedente, estas tendencias hicieron eclosión a partir de los años 90 desplegándose aún más las aplicaciones de la revolución tecnológica.¹³ Los avances en computación se aplicaron primero a las

grandes empresas, pero en pocos años penetraron rápidamente en las oficinas y fábricas, mejorando los métodos de producción y organización y, finalmente, se adaptaron a las necesidades de consumo hogareño. Las computadoras se pusieron en contacto a través de las infraestructuras de comunicaciones formándose una red que dio lugar al nacimiento de Internet. La web creció gracias a su potencialidad como medio de comunicación, educación y entretenimiento y, también, como una herramienta del comercio electrónico. Pronto las empresas comenzaron a usar Internet para reducir costos de compras, cadenas de logística, inventarios y planes de producción, acceso al consumidor, etc. Estos desarrollos nuevamente volvieron a repercutir sobre el modo en que funcionan los mercados financieros en la forma de mejoras como los cajeros automáticos o el manejo de cuentas vía Internet.



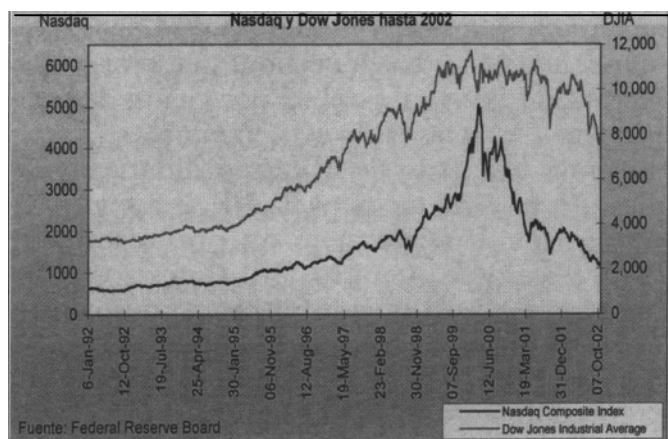
Según el informe *The Emerging Digital Economy* del Departamento de Comercio de los Estados Unidos: "La participación del sector de tecnologías de informática (computación y comunicaciones) en el producto interno bruto (PIB) creció de 4.9 por ciento de la economía en 1985 a 6.1 por ciento para 1990, a medida que la PC comenzó a penetrar en los hogares y las oficinas. El siguiente salto comenzó en 1993 con el estallido de la actividad comercial impulsada por Internet. De 1993 a 1998, la participación en la economía del sector de tecnologías de informática habría aumentado de 6.4 por ciento a un estimado 8.2 por ciento.¹⁴ Si bien el sector de las empresas así llamadas

tecnológicas no era el de mayor producción, evidentemente fue el más dinámico. Según el mismo informe: "las industrias del sector de tecnologías de informática han estado creciendo a más del doble que la tasa de la economía en su conjunto —una tendencia que probablemente continúe. Las inversiones en este sector representan hoy más del 45 por ciento de toda la inversión de las empresas en equipos."

Como resultado de la extraordinaria sumatoria de avances técnicos, la NE se fue gestando en una atmósfera de un optimismo sin contrastes. Por ejemplo, Bill Gates sostenía: "estos desarrollos cambiarán y mejorarán nuestras vidas en formas ilimitadas. Permitirán igualmente acceso a la información y comunicación instantánea con cualquier persona en el mundo. Abrirán amplios mercados y oportunidades de negocios de cualquier tamaño. Traspasarán las fronteras nacionales, haciendo posible una economía global sin fricciones. Permitirán a los trabajadores ser más eficientes y productivos, y tendrán el potencial para que los trabajos sean más estimulantes y satisfactorios. Ofrecerán a los países en vías de desarrollo la capacidad para pasar de la era industrial a la era de la información. Ayudarán a las personas y a los negocios en países con grandes y dispersas poblaciones a mantenerse en contacto y ayudarán a los países más pequeños a participar como iguales en la economía global."¹⁵ Si bien parte de esto se fue logrando, no sucedió del modo previsto, puesto que también aparecieron problemas humanos y sociales más profundos asociados con los cambios tecnológicos.¹⁶

De la reflexión teórica sobre los mencionados cambios en la economía, y en el ámbito de este clima de optimismo generalizado, fue surgiendo el concepto de "Nueva Economía." En la NE la imagen del mercado se identificó con los mercados de capitales y con la dinámica de la innovación tecnológica. La confianza en esta alianza llevó a la convicción de que la masa de nuevas ideas generaría una innovación permanente que, convenientemente financiada, promovería un crecimiento continuo. Lo que se denominó economía del conocimiento proveería los medios para revolucionar el mundo de la producción y del consumo, y el ciclo económico sería reemplazado por una curva en

permanente ascenso. Sin embargo no sólo aparecieron efectos contrastantes hacia el exterior del sistema sino también en su propia lógica interna.



El nuevo concepto, como es sabido, tomó cuerpo en el Nasdaq, que se convirtió desde un principio en el icono de la NE. Como muestra el cuadro adjunto, el índice compuesto de la cotización de acciones de empresas tecnológicas, luego de una tendencia ascendente en permanente aceleración -de 1992 a 1997 pasó de 615 a 1291 puntos, del 97 al 99 pasó de 1332 a 2086 puntos y entre 1999 y marzo de 2000, cuando tocó su techo histórico, pasó de 2163 a 5048 puntos- colapsó en marzo de 2000. Durante el período entre marzo y mayo de 2000 el indicador cayó el 37 por-ciento y, luego de un leve rebote, se deslizó por una pendiente continua hasta quedar a principios de octubre de 2002 en los 800 puntos, es decir, en los niveles de 1997. Desde su máximo histórico, la caída fue del 79 por-ciento, lo que constituye la mayor caída de cual-quiera de los principales índices desde el jueves negro de 1929.¹⁷

Por su parte la evolución del Nasdaq frenó abruptamente el crecimiento de las cotizaciones del índice Dow Jones, que representa en su conjunto a los distintos sectores de la economía americana. En el gráfico adjunto se puede observar que, a partir de la caída del Nasdaq, el indicador se estabilizó en una meseta irregular alrededor de los 10.000 puntos para luego caer, como mencionamos en la introducción, asociado a otros sucesos como el atentado del 11 de septiembre y los escándalos contables de empresas como Enron, World Com, etc.¹⁸

El colapso de la burbuja bursátil de las empresas tecnológicas tiene profundas implicancias que aún no han sido totalmente explicitadas. A partir de aquí surgen diversos interrogantes como ¿por qué el sector más dinámico se precipitó en una brusca caída? ¿Cuál fue la lógica interna de este hecho? ¿Podía ser esto anticipado o evitado? ¿Cuál es el futuro de la NE? Para poder esbozar algunas respuestas a estas preguntas debemos realizar un estudio más a fondo acerca de las bases teóricas de la NE. Esto nos llevará al análisis del rol de la innovación, la inversión y su vinculación con la lógica de los mercados de capitales.

Apuntes para una filosofía de la innovación, la inversión y las finanzas

Un punto de partida importante para entender el núcleo de la NE es la teoría de Joseph Schumpeter acerca de la dinámica del capitalismo. En su *Teoría del desenvolvimiento económico* Schumpeter centra la dinámica del sistema económico en la innovación, la cual depende fundamentalmente de la visión de los empresarios para desarrollar nuevos productos, mercados, o nuevas formas de organización de la empresa en uno o varios de sus sectores.¹⁹ El crecimiento, según el autor, está ligado a estos nuevos desarrollos que a su vez dependen de la inversión para llevarse adelante. En este sentido, su realización se ve condicionada a la existencia de financiamiento. El sector financiero es el que establece un puente entre los ahorristas, que poseen los recursos pero no están en condiciones de transformarlos en inversión productiva, y aquellos que teniendo la idea de un nuevo bien, modo de mejorar la organización o mercado, no cuentan con los medios de financiar el desarrollo de los mismos. Desde esta perspectiva, la innovación, la inversión y las finanzas aparecen inextricablemente unidas.

Precisamente la NE se fundó sobre la dinámica virtuosa entre innovación, inversión y mercados de capitales. Pero dado el desenvolvimiento de la economía actual, según los elementos que hemos planteado, donde carácter de la propiedad y la riqueza es eminentemente financiero, tanto los aspectos positivos como

los negativos se vieron potenciados. Como pudimos comprobar, la evolución reciente del Nasdaq muestra claramente que, a pesar de que sus principales impulsores dejaban esta alternativa de lado, la posibilidad de desembocar en un círculo vicioso era muy factible.²⁰

La dinámica negativa se produce cuando se da vuelta la causalidad entre finanzas e inversión. Cuando los mercados de capitales se centran meramente en el rendimiento económico a corto plazo y en la utilidad inmediata, las ideas de las aplicaciones reales pasan a un segundo plano. La finalidad de las finanzas se torna inmanente, sin referencia a beneficios concretos para la economía real, donde se desarrollan las verdaderas aplicaciones. Se puede afirmar entonces que el capital financiero intenta constituirse por propia virtud en el generador del crecimiento.²¹ Además, por la misma cortedad de miras que se fija en la mera utilidad inmediata, las propias innovaciones se hacen artificiales e improductivas. Esto sucede cuando las ideas se convierten en meros expedientes para conseguir financiamiento. La producción y el espíritu de empresa pasan a segundo plano. Es entonces que aumenta el riesgo de desconexión entre las ideas y las necesidades.²² Luego, cuando las inversiones sin base de sustento real comienzan a fallar, se produce el efecto contagio. Esta conducta de manada es lo que lleva finalmente a los pánicos bursátiles. En la explicación de este fenómeno encontramos un fuerte elemento endógeno que produce una suerte de círculo vicioso.

El problema de la maximización de utilidad a corto plazo lleva a expectativas desmedidas y a la inestabilidad de los mercados. Este tipo de comportamiento cortoplacista con respecto a la cotización de las acciones es lo que Alan Greenspan, titular de la Reserva Federal de los Estados Unidos, denominó "exuberancia irracional" cuando se preguntaba, ya en el año 1996, si estos fenómenos podían llegar a motivar alguna acción por parte de la Fed.²³ Se podría argumentar que esto es propio sólo de los agentes que tienen poca experiencia o insuficiente conocimiento. Pero como demostró Keynes, no es suficiente afirmar que la competencia entre los profesionales expertos, que poseen más juicio y conocimiento que el inver-

sionista medio, corregirá las deficiencias del individuo ignorante abandonado a sí mismo: "Sucede, sin embargo, que las energías y la habilidad del inversionista profesional y del especulador están ocupadas principalmente en otra parte. Porque la mayoría de estas personas no está, de hecho, dedicada en primer término, a realizar previsiones superiores a largo plazo respecto al rendimiento probable de una inversión por todo el tiempo que dure, si-no a prever cambios en las bases convencionales de valuación con más anticipación que el público en general. No se ocupan de lo que realmente significa un valor de inversión para el hombre que lo compra "para siempre," sino de en cuánto lo estimará el mercado dentro de tres meses o un año, bajo la influencia de la psicología de masa."²⁴

Más recientemente, el renombrado inversor financiero Georges Soros intentó otra explicación para este fenómeno. Según el autor, el problema de los mercados, especialmente los financieros, consiste en la "reflexividad".²⁵ Esto se produce puesto que la característica saliente de los mercados de capitales consiste en que la toma de una determinada decisión, a su vez, modifica el mismo escenario que se está utilizando para evaluar la acción. La decisión se torna "reflexiva" puesto que debe tener en cuenta, aparte de la reacción del resto de los operadores, el propio efecto que la misma acción producirá. De este modo el mercado no es algo dado e inmodificable, a lo cual el agente se ajusta, según explica la teoría convencional, sino que se produce un efecto de retroalimentación entre decisión y realidad que, según Soros, está en la base de las dinámicas que llevan a desequilibrios endógenos.

Lo que se necesita entonces es volver a la adecuada relación entre innovación, inversión y finanzas. Ésta consiste en que las finanzas deben estar al servicio de potenciar las nuevas ideas productivas al mismo tiempo que los nuevos desarrollos deben ponerse en contacto con necesidades reales y efectivas. Un caso así ha descrito Peter Drucker en su retrato del importante inversor holandés Willem Paarboom. Cuenta Drucker que en una oportunidad le propuso a Paarboom una inversión segura en bonos fuertemente subvaluados, y la respuesta que obtuvo fue: "Si los compran, lo

único que harán es realizar una ganancia segura. Yo no invierto si al mismo tiempo no puedo realizar un aporte y no hago nada por la empresa cuyos valores adquiero. Hace mucho que abandoné la idea de que me paguen por mi astucia. Ahora me pagan por tener razón." Luego agregó que de los cuarenta candidatos de inversión que consideraba por año "desecho la mitad porque carecen de sentido y generalmente el riesgo es excesivo; y a la mayoría de los restantes porque tienen únicamente sentido financiero. Así, quedan dos o tres inversiones lucrativas con oportunidad de realizar cierta contribución. Y eso basta por un año para mis socios y para mí mismo." ^{2fi} Por contrapartida, la conducta cortoplacista y meramente utilitaria ataca la base de sustentación de la inversión que implica un compromiso con el mundo empresarial y en última instancia un cierto aporte al bien común.²⁷

Ahora bien, una vez identificadas las conductas, tanto en los mercados financieros como en la inversión y en las innovaciones, que llevan a este tipo de crisis, viene el problema de si es posible fomentar las conductas positivas evitando las que conducen a desequilibrios peligrosos. Esta cuestión nos lleva del análisis acerca de las consecuencias de la dinámica de la NE, a las estructuras institucionales que actúan sobre las empresas y los mercados financieros.

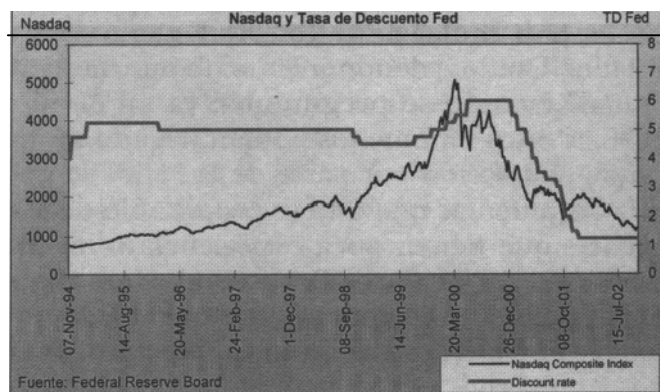
Burbujas especulativas y el debate sobre la regulación prudencial

Cuando la situación se volvió inestable y se desbordaron los frenos institucionales habituales, dos instituciones de larga tradición dentro del sistema político de los Estados Unidos reaccionaron frente a los posibles excesos que se estaban produciendo bajo el manto de la NE. Un primer acontecimiento en esta línea fue el juicio contra Microsoft iniciado el 20 de octubre de 1997 por parte de la división antimonopolio del Departamento de Justicia y de 20 Estados. El Departamento de justicia se basó en la *Clayton Act* de 1914, que prohíbe se condicione la venta de un producto a la compra de otro, para acusar a Microsoft por exigir a los fabricantes de computadoras que incluyan su na-

vegador de Internet junto con el sistema operativo *Windows*. Hubo un fallo de primera instancia contra la empresa que llevó a la discusión acerca de su posible regulación directa, interpretándola como un servicio público (public utility), o su posible división en varias unidades menores. Sin embargo, las instancias superiores del juicio llevaron a su dilución en el tiempo, y los nuevos acontecimientos, probablemente colaboraron para que el caso fuera finalmente cerrado en el presente año.

Los nuevos acontecimientos a los que nos referimos, están en relación a las acciones llevadas adelante por Alan Greenspan al frente de la Reserva Federal. Si bien, como vimos, Greenspan sugirió en el 96 que los mercados financieros estaban sujetos a un clima de "exuberancia irracional" en el comportamiento de los agentes, siempre afirmó que la política monetaria debe enfocarse en la economía general y no en los precios de los activos. En concordancia con ello, y dado que existían suficientes indicios en la economía real de exceso de actividad, la Fed eleva las tasas de interés en agosto de 1999. Como se aprecia en el gráfico adjunto, la tasa de interés de referencia de la Fed comenzó a subir en agosto de 1999 desde 4,5 por ciento a 5,5 por ciento para marzo de 2000. Luego llegó a 6.0 por ciento en mayo para estabilizarse en este nivel hasta fin de ese año. Como consecuencia de esta política, tanto las cotizaciones del Dow Jones como el Nasdaq cayeron. Luego de esto, la Fed cambia hacia una política de disminución continua de la tasa de interés para evitar la profundización de los efectos recesivos.

Desde entonces, se desató un debate en torno a la política de Alan Greenspan, que se fue extendiendo a la necesidad de regular o no a



los mercados. Esto último nos vuelve a poner en contacto con nuestra historia del desarrollo de los mercados financieros en los últimos 30 años. Por un lado, se encuentran los críticos que argumentan que la Fed debió aumentar la tasa de interés antes y que se debió regular más las compras de acciones con crédito. Según Robert Reich, el problema fundamental con respecto a la caída del Nasdaq radicó en: "...la erosión de las viejas murallas: normas y regulaciones que solían mantener separadas las funciones de la banca de inversión, correduría, auditoría, consultoría, y reportes financieros en los medios."²⁸ Esto llevó a la conformación de redes de intereses cruzados que llevaron a conflictos de interés. Entonces, concluye en el mismo artículo afirmando: "la exhuberancia irracional está incorporada en la misma estructura de cómo se procesa y distribuye la información financiera."

Por otra parte, se desató la crítica a los controles de los mercados de capitales según la cual toda acción externa por parte del estado lleva a un desequilibrio. El problema está en que generalmente la acción de política correctiva es tardía (existen "lags" en la política monetaria como sostiene, por ejemplo, Milton Friedman) por lo que es mejor limitarse a una regla monetaria estricta. La versión más extrema de esta concepción sostiene que el mercado se autorregula, se equilibra automáticamente. Por ende, toda regulación es contraproducente y debería ser eliminada. Aún cuando algunos reconocen problemas endógenos en los mercados de capitales el remedio sigue siendo el mismo: "ciertamente existen efectos no lineales en los mercados que pueden causar tendencias auto-reforzadas empujando los mercados fuera de sus parámetros. Pero las burbujas sólo pueden ser definidas luego de los hechos. El término no es significativo para describir las condiciones actuales... Nuestro objetivo es rechazar las leyes que le dan a la Reserva Federal el monopolio para imprimir dinero, eliminar todas las regulaciones del gobierno sobre los bancos y las instituciones financieras, privatizar por completo la Fed, poner a los bancos y a las instituciones financieras a reparo de las leyes antitrust, etc."²⁹

El debate aquí llega a un punto muy delicado porque se enfrentan posturas que intentan

defender posiciones extremas mientras que las instituciones deben proteger la iniciativa de las personas reconociendo que la misma puede llevar a excesos tanto en el ámbito público como privado. Si bien es fácil tomar posición una vez que los hechos se han consumado, habría que recordar que los que pidieron que la Fed interviniera y subiera las tasas son los que objetaban la previa política austera de la Reserva Federal. Por otra parte, no parece muy realista pedir más desregulación cuando se acepta que los mercados son intrínsecamente inestables.

Este conflicto no puede ser solucionado dentro de un debate que oponga "reglas vs. discrecionalidad", como sucedió dentro de la teoría económica convencional. Dado que la naturaleza humana necesita de iniciativas libres, pero éstas no están exentas de caer en excesos, existe la necesidad de una autoridad prudencial subsidiaria, que a su vez tenga un contralor. Partiendo de la base de que la decisión no puede ser más que personal, es importante la calidad de las decisiones de los responsables de las mismas, así como la de las instituciones que contrapesen sus posibles excesos o desvíos. Nos referimos, por ejemplo, tanto al personalismo arbitrario como a una burocracia donde nadie decide. La realidad parece indicar que se requiere un punto intermedio de libertad y regulación para conseguir un resultado eficiente y justo.

Algunas enseñanzas provisionales

Hemos tratado de poner en evidencia que la Nueva Economía, según su misma estructura, presenta potencialidades a la vez que riesgos. Los problemas que hemos señalado se pueden resumir en: 1. Inversión de la causalidad entre ideas productivas y recursos financieros, 2. Nuevas ideas en la base de la inversión que terminan apartándose de las necesidades de la gente, 3. Conductas basadas en un utilitarismo cortoplacista que llevan a "efectos contagio" en los mercados de capitales, y finalmente, 4. Debilitamiento de la estructura institucional del sistema financiero por desregulación o por una regulación burocratizante.

Una Nueva Economía más sustentable de-

hiera basarse, por tanto, en reformas institucionales del sistema financiero que lo pongan en dirección de la economía real, del compromiso con el trabajo, apuntando a las necesidades más concretas. Se necesita una regulación prudencial basada en sólidas instituciones, subsidiarias y participativas, y apartarse de un utilitarismo ingenuo que terminó creyendo que las finanzas pueden generar por sí solas las ideas que brinden mejor nivel de vida y crecimiento.

Como pudimos comprobar por la caída del Nasdaq, las burbujas especulativas ponen en riesgo la sustentabilidad de este tipo de economía. La desaceleración actual de la economía de Estados Unidos fue bastante controlada, y es de esperar que siga así mientras quede circunscripta a la bolsa sin llegar al sector bancario. Sin embargo, luego del atentado del 11 de septiembre, no hay dudas de que el cambio en la dirección de la política implica un giro en la preocupación de la economía hacia la guerra contra el terrorismo, por lo menos para los próximos tiempos.

¹ International Monetary Fund Staff, *World Economic Outlook Trade and Finance*, World Economic and Financial Survey, September 2002, www.imf.org.

² Podrían incluirse en esta enumeración de eventos las previas y sucesivas crisis en los países emergentes, sin embargo, quedan fuera del objeto de este estudio. Para un tratamiento de la relación entre la crisis en los emergentes con la posibilidad de una crisis endógena -que ya alertábamos- ver la Editorial: "Responsabilidad solidaria o crisis global," *Valores en la Sociedad Industrial*, año XVI, N.44, Abril 1999.

³ Estos complejos están compuestos por cadenas de medios gráficos, televisión, industria cinematográfica y últimamente por desarrollos asociados a Internet.

⁴ Robert Reich, "The New Power", *The American Prospect*, November 23, 1999.

⁵ En la crisis de los años 30" tuvo un rol destacado el desplome de la Bolsa de Nueva York, lo que luego se encadenó con quiebras masivas en el sector bancario y consiguientes problemas en el sector real de la economía. Una de las principales razones de este encadenamiento se fundó en que estaba generalizado el crédito para la compra de acciones.

⁶ La legislación estuvo compuesta por la *Glass-Steagall Act* de 1932 y la *Bank Act* de 1933 que separaron las actividades bancarias de las bursátiles incluyendo la supervisión de las primeras, la *Securities Act* de 1933 que intro-

dujo el término "full disclosure" y requirió el registro de las acciones y los informes financieros trimestrales, y la *Securities Exchange Act* de 1934 que creó la Securities Exchange Commission para supervisar los mercados de capitales y aplicar las nuevas leyes.

⁷ Franklin R. Edwards "Financial Markets in Transition - Or the Decline of Commercial Banking," *Changing Capital Markets, Implications for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1993, pg 20, en la que se basa esta parte de nuestra exposición, si bien la causalidad ha sido reformulada desde una perspectiva que entendemos como más amplia.

⁸ Una distinción pasada por alto con respecto a la concepción del mercado en este movimiento intelectual puede encontrarse en: Marcelo F. Resico, "Las dos concepciones del libre mercado según Wilhelm Ropke", *Boletín de lecturas Económicas y Sociales*, año 8, No. 35, Abril de 2001.

⁹ Para la interrelación entre teoría y hechos económicos en este período véase Robert Skidelsky, "The New Political Economy", *The Road from Serfdom*, Penguin Books, New York, 1995. Para la evolución del movimiento intelectual con relación a la regulación económica véase por ejemplo Edmund W. Kitch (Editor), "The fire of the Truth: A Remembrance of Law and Economics at Chicago, 1932-1970", *Journal of Law and Economics*, Volume 26, 1, April 1983.

¹⁰ Por ejemplo a través de la *Depository Institutions Deregulation and Monetary Act* de 1980 y la *Depository Institutions Act* de 1982 se permitió a las asociaciones de ahorro y préstamo la operatoria sobre mercados más riesgosos, invertir en bienes raíces y suscribir cuentas corrientes. Los bancos comenzaron a comprar bancos de ahorro quebrados y compañías de inversión. Recién se declaró constitucional el negocio bancario a nivel interestatal en 1985. Finalmente en 1999 el congreso dio de baja la *Glass Steagall Act* permitiendo a los bancos entrar en el negocio de los seguros y los instrumentos financieros de los mercados de capitales.

¹¹ Franklin R. Edwards "Financial Markets in Transition.", pg. 23-24.

¹² La corporación financiera internacional persuade a los inversores internacionales de los Estados Unidos a reunir 50 millones de dólares para el primer fondo de mercados emergentes en 1986. D. Yergin y J. Stanislaw-Pioneros y líderes de la globalización", Ed. Javier Vergara, Bs. As., 1999. pg.599.

¹³ Por ejemplo el lanzamiento de la primera computadora personal (PC), fabricada con chips Intel y software Microsoft, fue realizado por IBM en 1981.

¹⁴ *The Emerging Digital Economy*, Project Director: Lynn Margherio Dave Henry, Economics and Statistics Administration Secretariat on Electronic Commerce, U.S. Department of Commerce.

¹⁵ Bill Gates, *Los primeros 20 años de la PC*, publicado en La Nación, 12 de agosto de 2001.

¹⁶ "...los procesos de globalización de los mercados y las comunicaciones no poseen por sí mismos una connotación éticamente negativa. Sin embargo, los que aparecen en principio como factores de progreso pueden producir, y de hecho ya lo hacen, consecuencias ambivalentes o decididamente negativas, especialmente en perjuicio de los más pobres." Juan Pablo II, Discurso: "La ética en las finanzas," *L'Osservatore Romano*, N.38, 17 de septiembre de 1999. Véase para un estudio a fondo de la problemática ética que generó la NE: Carlos Hoevel, "Psicología y ética en la nueva y vieja economía," *Revista Valores*, Año XVII, No. 49, octubre de 2000.

¹⁷ La misma o peor suerte corrieron otros parientes cercanos del Nasdaq como por ejemplo el Nemax (Neuer Markt) que era el índice compuesto por las empresas tecnológicas de Alemania. Este tocó cero en 2002 y hubo de ser cerrado por completo luego de un breve período de gloria entre los años 98 y 99.

¹⁸ Los escándalos contables tienen alguna relación con lo ocurrido con el Nasdaq y el Dow, puesto que el mercado en baja puso más presión por mantener ocultos los resultados negativos que finalmente tuvieron que ser blanqueados. Estos comportamientos pusieron en duda tanto las prácticas éticas como las regulaciones por parte de la SEC.

¹⁹ Joseph Schumpeter, *Teoría del desenvolvimiento económico*, FCE, México, 1967, pg. 77.

²⁰ Esto no es inédito en la historia económica, consúltese por ejemplo, Charles Kindleberger, *Manías, pánicos y cracs: historias de las crisis financieras*, Ed. Ariel, Barcelona, 1991.

²¹ Esta postura choca con el descubrimiento de historiadores como Max Weber que fijan el nacimiento de fortunas al comienzo del capitalismo en pequeñas dosis de capitales que crecieron exponencialmente gracias a nuevos descubrimientos. Con esto Weber intentaba realizar una revisión de la tesis marxista de la determinación de la producción desde lo económico para am-

pliarla a lo cultural y espiritual. Véase *"La ética Protestante y el espíritu del capitalismo"*, Ediciones Península, Barcelona, 1991.

²² Como muy certeramente señaló un observador: "Cuando apareció por primera vez ante la opinión pública, Internet pareció como un milagro tanto económico como tecnológico. Como consumidores, los americanos tenían la expectativa de que la información y los servicios que encontraban online serían gratuitos, mientras que como inversores creyeron que la Web generaría miles de millones de dólares en beneficios. El milagro hubiera existido precisamente si ambas expectativas se hubieran podido realizar." Paul Starr, "The Great Telecom Implosion". *The American Prospect*, September 9, 2002.

²³ Remarks by Chairman Alan Greenspan at the annual dinner and Francis Boyer Lecture of the American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington D.C., December 5, 1996.

²⁴ Keynes John M., *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, FCE, México, 1991, cap13, pg 141.

²⁵ Georges Soros, *La crisis del capitalismo global: la sociedad abierta en peligro*, Ed. Sudamericana, Buenos Aires, 1999.

²⁶ Peter Drucker, *Mi vida y mi tiempo*, Ciencias de la dirección, Madrid, 1992, pg. 228.

²⁷ "La actividad financiera, según características propias, debe estar orientada a servir al bien común de la familia humana" Juan Pablo II, Discurso: "La ética en las finanzas," *L'Osservatore Romano*, N.38, 17 de septiembre de 1999. Sería importante que los problemas convencionalmente tenidos en cuenta por la ética de las finanzas como el *moral hazard* o la *selección adversa* partieran de una reflexión de este punto.

²⁸ Robert Reich, "The Blame Game Over The Stock Bubble", *The American Prospect*, September 9, 2001.

²⁹ Bob Gelfond, "Is the Fed Obsolete?," *Cato Journal*, Fall 2001. August 10, 2002.