

# ANOTACIONES SOBRE LA HISTORIA DEL LARGO PLAZO

ALFREDO LAGUNILLA IÑARRITU

México

**E**L CRITERIO clásico consideraba espúreo que la banca de depósito practicara el largo plazo; y aun la banca especializada, por ejemplo, la hipotecaria, a la que se le atribuía la función de facilitar crédito a largo plazo, debía tomarlo directamente del mercado de capitales y de la Bolsa. Es decir, para el criterio clásico, el mercado de dinero bancario y el mercado de capitales operaban no independientemente pero sí separados en el sentido de que el largo plazo sólo debía manejarse en el segundo. El principio tan conocido sobre el cual estaba basada esta separación de funciones crediticias rezaba así: El mercado de capitales debe trabajar únicamente a base de ingreso monetario diferenciado —ahorro. El equilibrio de esta separación de plazos los clásicos lo entendían sobre el supuesto de que la tasa del mercado de dinero (sector bancario de corto plazo) debía ser igual o más bajo que los rendimientos de los papeles de largo plazo en el mercado de capitales; tanto más cuanto que la tasa del mercado de dinero y corto plazo, al volverse algunas veces muy rebelde y superar a los rendimientos de los papeles de inversión, obstruía el paso del ingreso diferenciado o ahorro hacia la inversión, porque era más atractivo prestar a corto plazo que no invertirlo en el largo.

El esquema anterior tardó mucho en aclimatarse en la vieja Europa, pero no en toda ella sino principalmente en Inglaterra, Francia y también Italia, España, amén de los Países Bajos y escandinavos. En todos estos países las grandes Bolsas de valores florecieron en el manejo del ahorro nacional y mundial; pero era condición que la banca de depósito limitara por cuenta propia su acción de préstamo al corto plazo, haciendo que la rueda delantera del corto plazo girase a gran velocidad, mientras la grande rueda del

## HISTORIA DEL LARGO PLAZO

circuito de las inversiones crecía acompasadamente. De vez en cuando la armonía entre corto y largo plazo se quebraba porque los rendimientos de los capitales bajaban de nivel o las cotizaciones de los valores se alejaban de su nominal mientras subían las tasas del corto plazo, haciéndose más apetecible la liquidez o el préstamo a corto que la inversión.

Pero recordemos que aun dentro de los tiempos clásicos el esquema correspondiente no abarcaba por igual a toda Europa, ni mucho menos al resto del mundo; naciones progresivas como Alemania poseían un criterio propio sobre la estructura del largo plazo, y por supuesto en América la regla clásica no se aclimatava siempre y en todos los casos. El Japón mantenía un criterio heterodoxo en materia de largo plazo. Es cierto que por doquier se organizaban mercados de capitales a los cuales afluían ahorros; no obstante, el criterio clásico se hallaba en el fondo vulnerado porque 1) la banca de depósito no siempre limitaba sus operaciones al corto plazo, sino también entraba con valentía en el préstamo a más largo plazo, en dotación de fondos de trabajo a favor de la agricultura y especialmente de la industria, 2) la banca de depósito facilitaba a veces capitales fijos directamente o tomando participación en los capitales de las empresas y en fondos públicos, 3) la banca especializada hipotecaria colocaba sus cédulas o bonos en la Bolsa, pero principalmente en la cartera de los bancos de promoción y aun de depósito, 4) la separación de banca de corto y largo plazo no era rigurosa, 5) los bancos y los cárteles industriales no eran así estructuras en el fondo diferenciadas y aun opuestas.

Pero las Bolsas y mercados de capitales del lado heterodoxo ¿poseían el mismo equilibrio que del lado ortodoxo? No se ha hecho una historia que compare ambos sectores y demuestre cuál de ellos permaneció más sólidamente resistente a las depresiones, pero los datos dispersos que poseemos son elocuentes, pues no en vano el mercado de dinero permaneció largo tiempo centralizado en el país más clásico, Inglaterra, y no en vano su sistema de acep-

## EL TRIMESTRE ECONÓMICO

taciones bancarias y bancos de depósito, de un lado, y su sistema bolsístico del otro, podían considerarse como más perfectos y eficientes. Tampoco se ha hecho una historia pormenorizada de las direcciones que las perturbaciones bancarias siguieron a través del siglo pasado y comienzos del presente; pero parece obvio que cuando esa historia se escriba podrá demostrarse que había una zona endémica en el sector heterodoxo y que la manifestación principal de la perturbación era la alta tasa del dinero bancario, descontada la ventaja de los países atrasados en recursos nuevos naturales y en trabajo abundante aunque indiferenciado.

No hay mérito o demérito en pertenecer al sector ortodoxo o heterodoxo. No se trata de eso. Precisamente los países clásicos tuvieron ocasión de disfrutar circunstancias de primera acumulación histórica de ahorros y formación de capitales, mientras esa ventaja fué más tardía en el resto de los países diseminados por el mundo.

Para nuestro análisis, la circunstancia de una tasa conveniente para capitalizar, sólo tiene valor en funciones de equilibrio y de creación de largo plazo. El hecho de que el sector heterodoxo no poseyera una tasa apropiada para que espontáneamente nacieran fuentes de ahorro e inversión en la misma proporción que en el núcleo liberal implica 1) que como en el caso de Estados Unidos la demanda de liquidez era una consecuencia de la inmensidad del esfuerzo constructivo —hasta el punto de que sólo en este siglo su tasa ha descendido al estilo clásico— 2) que supone una fuente de perturbación y de incapacidad para el desarrollo del largo plazo.

La afluencia excepcional de oro a bajo precio, la cantidad y calidad de las nuevas tierras puestas en explotación y otras circunstancias derivadas de la baja tasa natural que el mundo disfrutaba todavía en el transcurso del siglo pasado, hicieron menos angustiosos los latidos de la alta tasa del dinero en los países periféricos. Por otro lado, casi ninguna de las escuelas de economía liberales se preocuparon hondamente de la diferencia de nivel del tipo de interés fuera de los grandes centros.

## HISTORIA DEL LARGO PLAZO

En tanto fueron soportables los azotes del ciclo, se pudo contemplar el prodigio de una economía libre, de competencia semi-perfecta y flexible en gran escala, cuyo desarrollo parecía ininterrumpido; empero, la amenaza de que un día la tasa del dinero se elevara también en los centros plenos, ocurrió al fin en forma aplastante durante la gran depresión de los treinta. Entonces dejó de brillar la estrella de los principios clásicos en materia de corto y largo plazo, hasta el punto de que los grandes centros monetarios ortodoxos se convirtieron a la heterodoxia con toda la rapidez necesaria para no quedar sacrificados en el altar de su propia doctrina. Así es como Inglaterra se hizo neoclásica, consagrándose a los nuevos profetas. El más grande de los profetas modernos, Keynes, defendió que los movimientos de la tasa no eran ya la válvula del equilibrio, ni aun esa tasa se plegaba sólo al ahorro legítimo y a su tasa natural; lo importante era sostener un grado de ocupación e inversión, hasta el punto de que si el ahorro privado no completaba la cuota necesaria de dicha inversión no importaba dejar al banco central el cuidado de rellenar con su política fiduciaria las deficiencias que se presentaran. Así se llegó a esta conclusión última: se debe sostener a toda costa el largo plazo metiendo a los bancos centrales en la tarea de manejar el mercado de capitales en forma lo más eficiente posible.

Precisamente lo contrario de la doctrina clásica, pues ésta prefería dejar flexible el largo plazo con tal de mantener rígido en sus puntos de oro el poder adquisitivo del dinero. Los increíbles desmanes de la inflación actual han salido de esa caja de Pandora del poder adquisitivo elástico y largo plazo semi rígido y dirigido.

La búsqueda de un nuevo equilibrio, a partir de un sistema que confiere flexibilidad extrema al poder adquisitivo del dinero y apoyo al largo plazo, presentaba serios problemas; por ejemplo, ¿marchábamos inevitablemente hacia una economía de plan? ¿Podíamos salir de nuevo a los remansos de una economía liberal después de

## EL TRIMESTRE ECONÓMICO

una larga depresión? ¿Con sólo sostener una ocupación muy elevada por el tiempo necesario, podría restablecerse el nivel adquisitivo del dinero y de su circuito de corto plazo? Al fin y al cabo, como los primeros pasos de una economía dineraria muy flexible implica aparente prosperidad y ocupación óptima ¿quién dijo tener miedo a la situación? La mayoría de los economistas, y, sobre todo de los políticos, se convierten a la fe expansionista no por fuerza sino de grado, especialmente en el sector de los países periféricos, que al fin y al cabo parece sacarse del cuello la cuerda del patrón oro y sus limitaciones. La perspectiva de caminar hacia una economía de plan resulta menos temerosa que la de retroceder a la depresión de los negocios.

Equilibrio dinámico se llamó a esta política del banco central; a pesar de ser un órgano monetario y el puesto de mando de la nueva economía, no por eso fijaba sus metas en sostener el poder adquisitivo del dinero sino la mayor estabilidad posible de los papeles de largo plazo. Veamos cómo si no detrás de la política de los bancos centrales, a partir de la quiebra del patrón oro, comienzan a surgir las legislaciones que dotan por doquier a los países retrasados de sistemas bancarios de largo plazo, lo mismo privados que oficiales, o mixtos.

Especialmente en los países de origen escasamente clásico, donde la tasa del dinero ha sido crónicamente elevada, nos hemos dado el gusto de legislar sobre bancos industriales, de obras públicas, corporaciones de fomento y bancos agrícolas de plazo mediano y aun largo. Los bonos emitidos por estas instituciones no se han visto favorecidos largamente por las Bolsas, y ha sido preciso que, ora los bancos centrales, ora las Tesorerías nacionales, o formas mixtas de ambos, se apliquen activamente a la compra de los bonos de esta banca especializada. A su vez los bancos centrales han obtenido circulante de las devaluaciones y de la afluencia circunstancial de oro durante la última gran guerra. Es decir, una parte de los valores dedicados a la alta promoción, en países de escaso mercado de ca-

## HISTORIA DEL LARGO PLAZO

pitales, por fuerza tenían que agruparse en la cartera inmovilizada de instituciones centrales.

Hay un hechizo engañoso en que el largo plazo se halle al margen de toda fluctuación, pues la masa nominal de valores tiene por contrapartida parecida masa de circulante que influye sobre los precios y demás variables de la economía. De ahí que el poder adquisitivo del dinero no mantenga sino pierda equilibrio, porque es ese el lado flexible de toda economía dirigida.

No es muy importante que la banca de depósito y la financiera sean instituciones separadas o que, como en el caso de los Estados Unidos y otros países de América, la banca de depósito absorba una parte de las obligaciones de largo plazo industrial o gubernamental; el hecho es que, contra el criterio clásico, no todo el largo plazo ha salido directamente del mercado de capitales. Al contrario, sean organismos del Nuevo Trato —Estados Unidos— o sean bancos centrales —países latinoamericanos— o sean bancos de depósito convertidos en bancos de negocios, la cuestión es que el largo plazo (o mediano) ha salido de fuentes heterodoxas. Sin olvidar que la munificencia de las Tesorerías nacionales ha creado un clima de disponibilidad extra en los propios mercados de capitales, aunque no siempre pueda hablarse de ahorros, si el poder adquisitivo de ellos se deprecia continuamente. No existen ahorros en tiempos de inflación, al menos desde el punto de vista clásico.

Fenómenos concomitantes a los nacionales se producían en el sector internacional. Como las grandes Bolsas cada día son menos los órganos de distribución de los ahorros exportables desde los países ricos a los menos ricos, ha sido preciso organizar instituciones especializadas que pongan en acción el largo plazo mundial. Por ejemplo, el Banco Internacional de Pagos con sede en Basilea trataba ya en la postguerra pasada de redistribuir los plazos de las reparaciones alemanas; la política de emergencia del Nuevo Trato americano nos trajo las Agencias de rehabilitación interior, pero también el Export-Import Bank of Washington; por último los des-

## EL TRIMESTRE ECONÓMICO

arreglos de la segunda gran guerra mundial dieron forma a los planes de Bretton Woods. Todas estas superestructuras internacionales bancarias era evidente que venían a sustituir la cortedad de las Bolsas y el trabajo de facilitar movilidad a los fondos y capitales en el área internacional.

Pero obsérvese que los recursos que hasta el presente han operado tales instituciones bancarias son a todas luces insuficientes y los riesgos demasiado grandes para que el largo plazo internacional sea una realidad venturosa que ayude a sacar al mundo del marasmo; y obsérvese también que mientras los tipos de cambio exterior de los países miembros no presenten una continuidad aceptable será muy difícil que el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento pueda con éxito avanzar muy lejos en sus tareas. En la medida en que el sistema de Bretton Woods coloque sus bonos en las Bolsas de Nueva York (y Suiza hasta el presente) el criterio de la continua flexibilidad del largo plazo está más o menos en forma, pero en la medida en que haya funcionado el mecanismo del mercado abierto, es posible que los sanos principios se debiliten más adelante.

Resultando de todo esto que en los últimos años no nos hemos alejado sino que, en cierta forma, nos hemos acercado al ideal del largo plazo enteramente rígido de la economía planificada soviética; pues allí el mercado de capitales no existe y el Banco Industrial (Prombank) y otros bancos especializados proveen de largo plazo a toda la economía del sistema.

Han sido grandes tiempos . . . los que nos han permitido incrementar el largo plazo bancario con fines de alta promoción industrial, cuestión reputada como utópica para una economía no planificada. Y realmente parecía simple y sencillo que al amparo de una demanda diferida en el renglón de las importaciones, la afluencia transitoria de oro en contrapartida de exportaciones con prioridad de guerra, así como de una transitoria política elástica de los bancos

## HISTORIA DEL LARGO PLAZO

centrales en materia de crédito interior, los pueblos retrasados entraban en la industrialización y el fomento de las obras públicas.

Hay que confesar que uno de nuestros orgullos lo habíamos cifrado en esas gruesas leyes bancarias donde campea el énfasis por el largo plazo; orgullo justificado si se recuerda que en los tiempos del patrón oro apenas pudimos ser autores de legislaciones bancarias incompletas y, a veces, de corte muy rudimentario.

No obstante, cuando todavía el impulso adquirido por las nuevas escuelas, seguía su camino creador, y el largo plazo bancario era prodigado por una red de instituciones multiformes, se pudo ya reconocer que la sempiterna tasa monetaria no descendía en el sector de los préstamos de la banca privada a los niveles apropiados, como los nuevos profetas habían asegurado que pasaría, y que la amenaza de industrializar a una tasa excesiva quedaba ahí latente contra un retorno abrupto a los peligros de una esperada y siempre temida competencia internacional.

Al fin, el temido pirata del cambio, como en épocas ya olvidadas, obliga inesperadamente a los bancos centrales a retirar su apoyo a los papeles de las instituciones bancarias de largo plazo, o lo ha sostenido por canales más estrechos.

Pero ¿no habíamos quedado en que el oro ya no interfería con sus fluctuaciones el curso de los pueblos que habían soltado las amarras al temido patrón? ¿Cómo es, pues, que los bancos centrales, ante la intimidación del cambio, deben doblegarse a la política de “fuera el apoyo al largo plazo bancario”? (ni siquiera podemos hablar de patrón oro estándar, sino de patrón cambio oro, y aun menos, de patrón-cambio-dólar, y sin embargo, los efectos sobre nuestro *status* interior no por eso es menos abrupto).

¿Debíamos ahora, a la vista de estas experiencias, revisar la doctrina expansionista interior? ¿Qué hacer con el largo plazo bancario, objeto de nuestros afanes? Sobre todo ¿es que nuestra tasa elevada, impedimento a una correcta capitalización interior, y el cambio exterior (consiguientemente, con el valor del oro), tenían una es-



## EL TRIMESTRE ECONÓMICO

trecha relación de consanguinidad? ¿Es que dentro de cada ciclo, la tasa interior y sus movimientos alcistas y el cambio y sus movimientos alcistas, eran la misma tendencia? Aparentemente la tasa se había independizado del cambio, a influjos del banco central respectivo, pero en la vuelta entera de cada fluctuación cíclica ¿será cierto que ambos movimientos acaban por llevar la misma dirección obstruccionista?

Ante la vuelta de esta situación, siempre nueva y siempre vieja, muchos economistas de nuestros medios lamentan no poder alcanzar el plan nacional cerrado que independice de una vez y para siempre a cada país débil de la piratería del cambio exterior, pero ¿estamos seguros de que países deficietarios y de relativa extensión y recursos naturales pueden sostener la rigidez del largo plazo bancario y su industrialización frente a la arrolladora influencia del cambio exterior? ¿Qué resulta más posible, entonces: sostener la estabilidad artificial del largo plazo bancario interior o la rigidez del cambio-dólar, al estilo clásico?

Ahora bien, si una vuelta a la moneda cara no es aconsejable y la continuación de la moneda floja tampoco es una solución favorable al incremento del largo plazo bancario interior ¿es que no queda a los países del mundo alguna otra salida a sus problemas presentes?