

La crisis y la dinámica de los mercados de capital: a dos años del *crac* de octubre diez propuestas para avanzar en su lectura

Gregorio Vidal •

Dos años han pasado desde el *crac* de octubre de 1987. Para algunos, el funcionamiento logrado en los mercados financieros, como el mantenimiento del desarrollo en las principales economías de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), son signos claros de que tanto el *crac*, como la crisis, han quedado atrás. En nuestro país la política y la estrategia económica que el gobierno y un amplio sector de los grandes capitales (quizás los trescientos de Legorreta) impulsa parte de este hecho. Sin embargo, los acontecimientos parecen ser más complejos, en particular en los terrenos de los mercados de capital. El comportamiento de los mercados bursátiles en octubre de 1989, como la caída en el llamado mercado de bonos chatarra revelan la permanencia de esa complejidad del trabajo de crisis.¹

• Profesor Titular del Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana, unidad Iztapalapa.

¹ El concepto de trabajo de crisis designa el proceso de lucha abierta que los diferentes grupos sociales llevan adelante en el curso de la crisis de regulación. Parte de reconocer la presencia de un doble movimiento de desestructuración a lo largo del cual se dan entre otros fenómenos los siguientes: luchas entre los trabajadores y capitalistas para establecer o no nuevas formas de organización del trabajo, incluidas nuevas técnicas; luchas entre capitales aun en los antiguos espacios sede de sistemas productivos; luchas por lograr nuevos repartos del Tercer Mundo, incluidas las opciones propias para estas naciones; luchas entre fracciones del capital con posibles resultados a favor de las más débiles. Bernis G. de (1988, p. 50 y ss.) insiste en que cuatro fenómenos indisocia-

En las páginas siguientes analizamos algunos aspectos de este proceso en lo que concierne a los mercados de capital. Son, como afirmamos en el título del artículo, diez propuestas para avanzar en la comprensión del trabajo de crisis; es decir, en la lectura de la lucha abierta que actualmente se libra entre diversos grupos sociales, incluso sin reconocer espacios económicos propios. Nuestro punto de partida es lo inédito del proceso, lo que sin duda estará presente en su solución. Analizamos también la cuestión de lo nacional y lo internacional, sus mutuas determinaciones, en particular importantes para el caso de la economía de México; los problemas de la desvalorización y centralización del capital y los movimientos presentes en su restructuración. El punto final concierne a la profundización de la incertidumbre, dato con el que continúan operando los capitales que conducen el proceso de transformación en nuestro país, y que es clave del trabajo de crisis.

1. A lo largo de los últimos 20 a 25 años diversos hechos monetarios y financieros han ocupado el primer sitio en la atención de la opinión pública. A finales de la década de los sesenta una economía internacional en la que rigieran tipos de cambio flexibles, con un vasto mercado privado de capitales, tasas de interés con un comportamiento sumamente inestable era una realidad que no se alcanzaba a concebir. El reciclaje de los petrodólares, la constitución de una cuantiosa deuda externa con la banca privada internacional por parte de algunos países del Tercer Mundo, la incapacidad para pagar los intereses de esos créditos en las condiciones que se habían establecido parecían indicar que en este campo no existirían nuevas sorpresas. Sin embargo, los acontecimientos se presentan de forma completamente diferente.

Desde finales de 1985 se inicia una baja en la cotización del dólar. Los acuerdos entre los siete grandes para mantener las paridades que en diversos momentos se juzgan como pertinentes no duran mucho tiempo o sucumben frente a los movimientos que se dan en los mercados internacionales. El dólar llegó a estar a principios de 1985 a más de 200 yenes y 10 francos, mientras que actualmente se mantiene en 140 yenes y 6.5 francos. En materia de tasas de interés las cosas se presentaron con mayor dificultad, no lográndose siempre el acuerdo de

todos para su baja y mucho menos la magnitud de la misma. En octubre de 1987 después de varias alzas en la tasa prima del mercado norteamericano y ante la perspectiva de un continuo incremento en el déficit comercial de ese país se produce una drástica caída en el mercado de valores de Wall Street que rápidamente se propaga a las demás bolsas. El asombro y la incertidumbre de muchos se debe a nuevos actores, el espectro de 1929 aparece con toda su fuerza y en nuestro país, tanto los funcionarios gubernamentales, como los del mercado bursátil se empeñaron en demostrar con palabras que el mercado de capitales en México no está vinculado a los acontecimientos internacionales.

En aquellos días las comparaciones comenzaron a proliferar. En 1987 no fue martes, sino lunes negro. Algunos sostenían que inmediatamente seguiría la depresión, mientras otros hablaban de los controles y regulaciones establecidas como medio para impedir que las cosas se repitan. A nuestro entender merece destacarse que este fenómeno, como otros presentes en los últimos 20 años dejan ver claramente que el capitalismo vive una época en su historia que tiene el mismo rango que la de los años veinte y treinta de este siglo, pero ello no significa igualdad o siquiera semejanza en los cambios. Son dos historias de la crisis, aun cuando en su legalidad existan elementos analíticos comunes o utilizables para comprender a ambas.

2. Presentar una explicación de las causas que motivaron el *crac* en las bolsas de valores, como la continua baja del dólar es una tarea sumamente compleja. Sin embargo se han construido explicaciones que pregonan la virtud del simplismo: lo monocausal y lo inmediato. Tratándose de la bolsa de valores y para el caso de nuestro país se le dio todo el peso al hecho psicológico. El pánico hizo presa, sobre todo de los imberbes. Los pequeños y medianos inversionistas que no conocían estos mercados, muchos con el afán de las ganancias fáciles simplemente vendieron. La estadística permite demostrar que todos los mercados bursátiles se habían llenado de bisoños, las nuevas cuentas crecieron desde 1982. El segundo aspecto psicológico es el contagio o el choque externo. Así, lo que acontece en Nueva York, sucede después en Tokio, París, Amsterdam, México.

En materia del movimiento en los tipos de cambio se pregona como llave explicativa el comportamiento del movimiento internacional de mercancías y servicios. En nuestro país la denominada subvaluación del peso se debe a la promoción de las exportaciones

bles caracterizan el trabajo de crisis: la desestructuración de los sistemas productivos, la destrucción del sistema monetario internacional, la perturbación fuerte de los encadenamientos acostumbrados en la teoría, y, la incertidumbre.

manufactureras. La continua devaluación de nuestra moneda en los últimos años resulta de la necesidad de mantener un precio real, ante los diferenciales de inflación del país con nuestro principal socio comercial, Estados Unidos. De lo contrario aparecerían los desequilibrios en el sector externo. Otro ejemplo, la devaluación del dólar se debe al aumento del déficit comercial de ese país con el resto del mundo.

Por nuestra parte plantearemos en las siguientes páginas diversos elementos que deben tenerse en cuenta al momento de analizar hechos como los que nos ocupan y que revelan la insuficiencia de las propuestas de lectura que enunciamos líneas antes, sobre todo en la perspectiva de entender qué ha pasado con el mercado de capitales en México.

3. Aun cuando el centro de nuestro análisis se ubica en el terreno de la economía nacional, el espacio en que debemos situarnos es más amplio. No se trata de postular que vivimos en una economía plenamente internacionalizada, en la que no es posible la consideración nacional de los problemas. Ni siquiera que hay una fracción del capital que en su reproducción no se apoya en espacio nacional-estatal alguno y que es la fundamental en lo que concierne a la dinámica del mercado internacional de capitales. Por el contrario se trata de reconocer en la internacionalización a una de las fuerzas en el trabajo de crisis, cuyo avance es desigual y se concreta en disputas entre capitales al seno de espacios nacionales contando con la presencia estatal en dichos eventos. No vivimos en un mundo en el que las naciones son simples territorios y en el que los Estados ejecutan lo que se les impone desde el exterior. Hay hechos nacionalmente constituidos como la estructura salarial. La disputa en los términos de las cotizaciones monetarias y las divergencias en materia de tasa de interés aluden igualmente a hechos con acento nacional.²

En el avance desigual de la internacionalización para el caso de nuestro país hay dos elementos que debemos tener presentes: a) antes de que la crisis de largo plazo diera comienzo nuestra economía no estaba constituida en un sistema productivo nacional. Incluso existían

² Bernis G. de (1985) discute la cuestión de la gestación de un sistema productivo mundial. Destaca entre otras cosas las fallidas tentativas para la emergencia de un mundo de transnacionales y por el contrario el mantenimiento de los hechos estatales y nacionales en el comportamiento de fracciones de las propias transnacionales. Véase en particular las páginas 198-204.

ramas productivas en las que la determinación del ritmo y condiciones de la acumulación se daban allende nuestras fronteras, en el espacio productivo norteamericano;³ b) con la crisis ha aumentado el peso en la formación del fondo de acumulación de diversas fracciones del capital localizadas en Estados Unidos y más recientemente con mayor fuerza en Japón. Aún más, los cambios en la tasa de interés se han vinculado a los que acontecen en el mercado norteamericano, incluyendo los que tiene la moneda mexicana con respecto al dólar. Los movimientos de entrada y salida de recursos son clave en la dinámica del mercado nativo de capitales, al punto de que la composición de las tesorerías de algunos consorcios y grupos de inversionistas incide claramente sobre la suerte del peso. Las condiciones económicas globales determinan las posibilidades para el pago de la deuda externa y el cumplir o no con ese compromiso y el cómo lograrlo, en la medida en que absorbe una parte importante del fondo de acumulación, gravita sobre la suerte de los mercados de capital.

Finalmente es el creciente peso en las condiciones de formación y uso del fondo de acumulación de diversas fracciones del capital ubicadas en Estados Unidos y Japón y la imbricación que con éstas tienen las más significativas fortunas del país, lo que vincula al mercado de valores con los movimientos en Wall Street.⁴ Por tanto, para lograr una explicación de lo que acontece con el mercado bursátil en nuestro país y los movimientos en el mercado cambiario debemos considerar lo que acontece con los mercados internacionales de capital.

³ Guillén A. (1986) desarrolla el punto; plantea que el nuestro es un sistema productivo inacabado y que con la crisis vive una desarticulación mayor. Véase en particular el capítulo intítulado: "Crisis, industria y reestructuración del sistema productivo".

⁴ En octubre y noviembre de 1987 las presiones sobre el peso provienen de compras de las empresas, que se buscan explicar por el pago adelantado de débitos. Previamente, durante el *boom* se destaca como una fuerza clave el retorno de capitales del exterior. Posteriormente, a principios de 1988 bajo las condiciones del denominado Pacto de Solidaridad Económica se informa en los periódicos que en el acuerdo de mantener el peso estable frente al dólar participan las tesorerías de las grandes empresas. Por las mismas fechas aparece el dato de que más del 50 por ciento de los CETES están en manos de 27 personas físicas o morales. Más recientemente, cuando ha avanzado cerca de un año el Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico y ya se festejó por el gabinete económico el acuerdo en materia de deuda externa aunque reste mucho para que éste se alcance, se da en la prensa la cifra de 2 500 millones de dólares como los capitales retornados en lo que va de 1989. En síntesis, la apertura y vinculación de la economía nacional a la lógica de ciertos capitales ubicados más allá del Bravo y en el oriente lejano tiene responsables y socios.

4. Un aspecto del problema será establecer cuáles son los hechos nacionales que generan esta “determinación externa”, lo que en cierta literatura aparece como “la restricción externa”. La apertura al exterior de los mercados de capital se ha asumido como parte de la política económica que el gobierno lleva adelante, en particular a partir del fin del auge petrolero; es también una decisión y acción de algunas fracciones del capital que operan en el país y se traduce en hechos como los siguientes: *a)* desarrollo del sector de exportación de manufacturas; *b)* mayores y prácticamente plenas facilidades para la entrada de inversión extranjera directa, incluso modificando por la vía de *facto* o de los reglamentos la legislación; *c)* ampliación del espacio económico o geográfico en que pueden instalarse las maquiladoras; *d)* apertura, por medio de participación en sociedades de inversión común, del mercado bursátil a inversionistas del exterior; *e)* mantenimiento y creación de títulos denominados en moneda extranjera; *f)* vinculación del comportamiento de la tasa de interés que prevalece en el mercado nativo a los movimientos de la tasa prima norteamericana; *g)* garantía de parte importante de la deuda externa privada por el Estado; *h)* venta de empresas con participación estatal a capitales externos y a sus socios nacionales; *i)* cambio de deuda externa por inversión directa; *j)* determinación creciente de diversos precios por los prevalecientes en los mercados internacionales; *k)* apertura comercial prácticamente indiscriminada y con gran celeridad, excluyendo tan sólo y por un plazo determinado algunas actividades en las que predominan inversiones extranjeras; *l)* pago de los intereses de la deuda externa y concertación de diversas reestructuraciones que permitan continuar con ello, aun a costa de aumentar el endeudamiento; *m)* o una renegociación del débito externo —como la que se encuentra en curso— en la que se sostiene la necesidad de disminuir el flujo de recursos al exterior, pero también un avance en la apertura de los mercados financieros. Como se comprenderá, la apertura y modificación del mercado de capitales no es un hecho simplemente monetario o financiero; es uno de los aspectos centrales del trabajo de la crisis y señala la forma particular en que la economía mexicana se desarrolla en el segundo movimiento de la reestructuración del capital.

5. Desde el inicio de estas notas planteamos que los recientes 20 años constituyen una época en la historia del capital, un periodo de crisis de larga duración y propiamente estructural. En otros textos hemos insistido en que no se trata de una crisis mundial o in-

ternacional, vale decir que se hubiera originado en este espacio.⁵ Es una crisis de cada uno de los sistemas productivos que constituían el mundo capitalista precisamente hacia finales de los años sesenta.⁶

Su simultaneidad obedece a que los procesos de regulación son semejantes o resultan de estructuras del capital con rasgos comunes. Una crisis de esta naturaleza implica el desarrollo de un amplio proceso de desvalorización y centralización del capital que modifica la estructura que éste tenía. Como parte del trabajo de la crisis se modificarán las condiciones productivas preexistentes, de manera destacada la tecnología o mejor dicho la variedad de tecnologías que caracterizaban a los diversos sistemas productivos. Las ramas en que el capital se despliega son también cuestionadas y modificadas, como las condiciones en que se financia la acumulación y el reparto de la ganancia entre los diversos capitales. Los precios y las relaciones que a través de ellos mantienen los diversos agentes económicos son alteradas y desestructuradas, debido tanto a periodos inflacionarios, como deflacionarios.

Es un momento de lucha abierta entre los capitales, que se da en prácticamente todas y cada una de las naciones capitalistas, aun tratándose de aquellas en las que se asentaban capitales que habían estructurado los sistemas productivos de mayor fuerza. Es una lucha que no ignora esa desigualdad, pero en la que diversas fracciones del capital también se fortalecen. A lo largo de ella las tendencias de la internacionalización cobran importancia, pero igualmente aparecen elementos proteccionistas.

La cuestión se puede plantear esquemáticamente de la siguiente forma: en la economía norteamericana se han desarrollado diversos procesos que la desestructuran productivamente. En tal evento está presente la acción de fracciones del capital japonés y de algunos países europeos expresándose así la internacionalización, pero igualmente subsisten y cobran fuerza las tendencias proteccionistas, que no necesariamente responden al interés del capital norteamericano. No únicamente las monedas clave continúan nacionalmente determinadas, a pesar de lo cual la desestructuración productiva avanza.

⁵ Véase Vidal G. (1986), en particular el inciso intitulado “Sobre el carácter de la crisis”; y, Vidal G. (1987) el apartado “El punto de partida”.

⁶ Sobre el concepto de sistema productivo véase Bernis G. de (1985). El mismo autor (1987) tiene desarrollada una amplia exposición de las relaciones económicas internacionales a partir de sistemas productivos, incluso señalando las condiciones de su desarrollo desde la posguerra hasta el momento de la crisis de regulación.

Para México el fenómeno debe plantearse prácticamente en una sola dirección: la apertura y desestructuración productiva que conforme la crisis avanza, se profundiza. A primera vista esto parece constituir una diferencia notable con lo que aconteció en la anterior crisis de regulación, la denominada crisis del veintinueve o de los años treinta.⁷

6. A lo largo de la crisis podemos distinguir dos movimientos en la transformación que tiene la estructura del capital.⁸ El primero surge de la expansión que diversas fracciones del capital logran, en condiciones de ganancia sumamente ventajosas, a partir de acentuar aspectos de la reproducción que constituían el anterior sistema productivo. Este movimiento altera la relación financiamiento-acumulación y produce desplazamientos del capital en la producción hacia los circuitos monetarios y crediticios. Las variaciones continuas en los tipos de cambio son ya un elemento en la desvalorización y centralización del capital, debido a los cuantiosos recursos que se mueven en el nuevo y cada vez más amplio mercado internacional privado de capitales. La centralización y desvalorización no tienen un efecto importante en la modificación de la base tecnológica y productiva, por lo que no es extraño que prospere la inflación.

El segundo movimiento implica la acentuación de la especulación, como también de la acción en el terreno financiero. Sin embargo, no es posible mantener la valorización a partir del desarrollo de procesos que constituían anteriormente la regulación. Por todo ello aumentan en intensidad y significación los cambios en la propiedad del capital, a la vez que sectores o grupos de éste se desintegran e incluso reducen las operaciones de las empresas a través de las que actúan. La continuidad de este movimiento implica que se afirmen las tendencias desvalorizadoras y con ellas la desestructuración productiva.

⁷ Por cierto que es necesario realizar una corrección en esta periodización. La anterior crisis de regulación se presenta por lo menos para los más importantes sistemas productivos desde principios de los años veinte. A lo largo de toda esa década prevalecen entre otros hechos procesos inflacionarios, alza incesante en la bolsa de valores y serias dificultades en el terreno productivo. Una lectura con esta perspectiva de algunos trabajos de Gramsci (Americanismo y Fordismo) resulta muy útil e ilustra sobre la modificación en el régimen de trabajo y en diversos modos de vida que acompaña por lo menos a dos de las grandes crisis del capitalismo, o mejor dicho, a dos de las tres crisis de regulación que hasta la fecha han existido.

⁸ Véase Vidal G. (1987), en particular el apartado "El curso de la crisis". En este artículo realizamos una exposición amplia del proceso de fusiones y compras forzadas que con particular fuerza se desarrolla desde 1982. También puede consultarse Vidal G. (1988), principalmente el apartado "Los movimientos en la reestructuración del capital".

Crisis y ajustes drásticos en los mercados bursátiles se presentan en más de una ocasión, como también tendencias deflacionistas.

Los dos movimientos no aparecen separados en el tiempo, no constituyen por tanto momentos de la crisis. Sin embargo, la preponderancia de uno u otro, la particular combinación que resulte y más aún las características precisas que presenta ésta, si nos aportan elementos para establecer las fases de la crisis y por tanto el alcance en los cambios en la estructura del capital. La dominación del segundo movimiento en condiciones en que la separación entre lo productivo y lo financiero ha disminuido, a la vez que la centralización del capital ha avanzado firmemente, puede señalar que la obra de destrucción que la crisis implica está próxima a concluir y que el proceso de fusiones comenzará a articularse con una modificación de las condiciones de producción. Esto no significa que la crisis quedó atrás, ni que en breve lapso se construirán nuevos sistemas productivos, pero si que algunas tendencias de lo que será la nueva lógica en la reproducción del capital para un periodo de largo plazo se están gestando. Si nuestra apreciación es correcta el *crac* bursátil de octubre de 1987 nos sitúa claramente en el segundo movimiento, pero sin que se haya resuelto la cuestión de la profunda separación entre el movimiento de los capitales en los espacios productivo y financiero. Las fusiones como un evento profundamente especulativo continúan, como también prevalecen las dificultades para realizar un vasto proceso de inversiones productivas. La aparición de nuevas caídas en los mercados de valores es un dato del escenario por venir, aunque no necesariamente estas serán generales ni de la cuantía de la ocurrida dos años atrás.

7. Amplia y variada literatura se ha producido sobre el desarrollo del mercado privado internacional de préstamos durante los años setenta. Lo que para propósitos de nuestro tema merece retenerse es: a) El Euromercado es una de las principales expresiones en la internacionalización y centralización del capital en la década pasada. Es actor destacado en el primer movimiento que atraviesa la crisis. b) Cuando se da la mayor intensidad en la expansión de este mercado algunos países de América Latina, entre los cuales se cuenta a México, participan como parte de los principales prestamistas. En todos ellos no se logra alguna modificación sustancial en la estructura productiva con el uso de esos recursos (quizás deban mantenerse reservas al respecto sobre el caso de Brasil). c) La contracción en este mercado se debe a elementos fundamentalmente internos y no a la incapacidad

de pagar la deuda que varios países del Tercer Mundo experimentan desde el segundo semestre de 1982.

En el primer semestre del año previamente citado, antes de que aparezca el problema mexicano, como se observa en el cuadro 1, los créditos en el mercado financiero internacional habían tenido un menor crecimiento; en particular cayeron las transacciones interbancarias; incluso el crecimiento de los dos años previos es menor al de 1977 a 1979 (Vidal, 1984).

CUADRO 1

TASA DE CRECIMIENTO DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS INTERNACIONALES (porcentaje)

	1980	1981	1982	1982	1983
Total bruto	22.3	19.8	11.3	1.3	6.4
Interbancario	19.2	19.4	13.4	0.0	3.5
Total neto	24.4	20.1	9.4	2.1	8.2

FUENTE: Vidal, Gregorio. "América Latina y el Sistema Financiero Internacional en las condiciones de la crisis del Sistema de Regulación Monopólico estatal", en *Economía: Teoría y Práctica* núm. 6, México, UAM, 1984, p. 7.

CUADRO 2

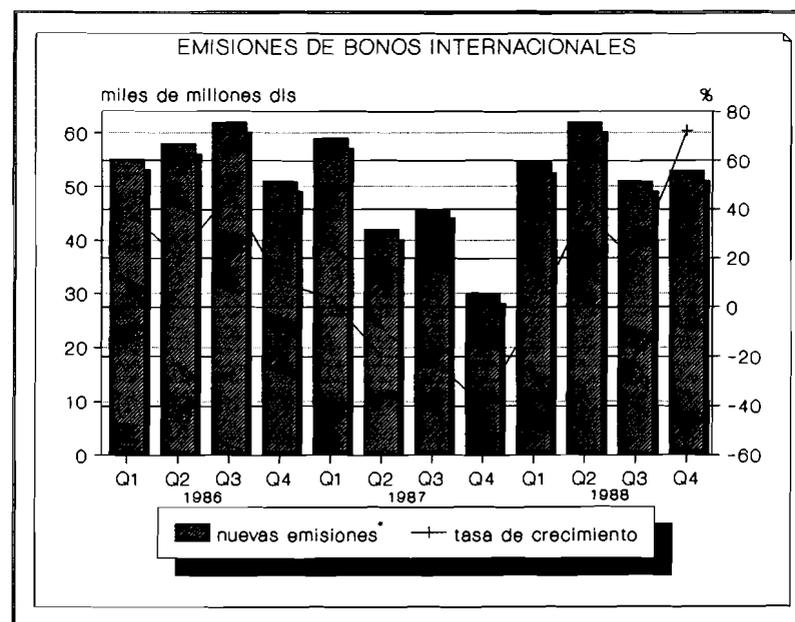
EMISIONES EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITALES (miles de millones de dólares)

	Total	Euro-obligaciones	Otras obligaciones internacionales	Eurocréditos	Otras facilidades de crédito
1981	200.6	31.3	21.5	9.3	56.5
1982	179.1	50.3	25.2	90.8	12.8
1983	157.8	50.1	27.0	60.2	20.5
1984	228.8	81.7	29.8	53.2	64.0
1985	284.7	135.4	32.3	53.5	63.5
1986	317.0	187.0	39.0	50.0	41.0

FUENTE: Gutiérrez, A. "El Crac Bursátil de octubre de 1987; Un primer balance", *Cuadernos Semestrales sobre Estados Unidos*, núm. 22, México, CIDE, 1988.

Posteriormente, el mercado internacional privado de capitales se recuperará e iniciará otra fase expansiva que, sin embargo, no reportará las mismas tasas de crecimiento y tendrá un contenido diferente. Desde 1984, como se destaca en el cuadro 2, y hasta antes del *crac* de 1987, las euroobligaciones se vuelven más importantes que los créditos. Es un mercado en el que reina el corto plazo, aumenta la fragilidad, se impulsa la especulación (Gutiérrez, 1987) y se vive una drástica modificación en la segunda mitad del año del *crac*. De acuerdo a información de la OCDE (1989, p. 70), en el último cuatrimestre de 1987 las nuevas emisiones de bonos internacionales alcanzaron la menor cifra desde que este mercado se tornó más importante, por lo que respecta a las nuevas emisiones, que el de eurocréditos.

GRÁFICA 1



* Emisiones en tasas de cambio constante (finales 1986).
FUENTE: OCDE (1989) *Financial Market Trends...* p. 70.

La modificación en las condiciones del financiamiento internacional conoce también nuevos participantes: a) las fusiones y operaciones de compras forzadas, cuyo escenario más destacado se localiza en Estados Unidos; y, b) los gastos del gobierno norteamericano, cuyo componente militar no puede ser ignorado, y que apoyan la recuperación económica y el crecimiento que hasta la fecha no se interrumpe en esa economía. También se vive el frenesí de la *desregulación* de los mercados nativos de capitales y privatización de empresas estatales, lo mismo en Gran Bretaña que en Japón y Francia.

La privatización de las empresas estatales es uno de los elementos que impulsa con mayor fuerza el crecimiento de los mercados bursátiles. Las operaciones han sido de tal magnitud que las bolsas de valores de estos países no han tenido capacidad para absorber los títulos y estos se han ofrecido a otros mercados. Se trata de un elemento más que se agrega a la venta pública de empresas por medio de la bolsa. Según los datos de Morris Offit, socio de Salomon Brothers, en Wall Street los reyes hoy más que nunca son los especialistas en fusiones, compras apalancadas y bonos chatarra. En 1988, mientras los ingresos que obtuvieron las firmas de corretaje por concepto de comisiones de negociación se desplomó en 31 por ciento y las alcanzadas por las ventas de fondos mutuos en 36 por ciento, las que se originan por las comisiones relacionadas con las fusiones se incrementaron en 26 por ciento.⁹

La presencia de capitales extranjeros en las bolsas de valores aumenta, como la adquisición de bancos o firmas bursátiles, de manera destacada por parte del capital japonés. Son todos ellos claros signos del segundo movimiento que cruza a la crisis y que en primer momento exacerba la separación entre lo financiero y lo productivo, multiplicando la inmensa pirámide del crédito y desarrollando más la economía internacional de endeudamiento.

8. En nuestro país el crecimiento del mercado bursátil y las cuantiosas ganancias aparecen después, a partir de 1985; ello se debe al curso que la crisis toma. Desde 1982 se ha acentuado la fuga de capitales y propiamente la inversión en esta moneda como un medio de obtener cuantiosas ganancias. Este hecho no cesa hasta finales de 1987, combinándose con otras formas de inversión, entre ellas las realizadas en el mercado secundario bursátil. Además, el alza en la bolsa se produce cuando la tasa de interés se ha estancado: desde abril

⁹ *Excelsior*, 14 de agosto de 1989.

de 1985 el pagaré a un mes paga anualmente cerca del 55 por ciento. La modificación sucede hasta diciembre, cuando alcanza la cifra de 68 por ciento. Mientras tanto la bolsa consolida su tendencia claramente alcista.¹⁰

Compra-venta de dólares en los momentos en que la devaluación se acelera, inversiones en títulos de la deuda pública interna y colocación de recursos financieros en el mercado accionario son los componentes de la creciente pirámide financiera que avanza en nuestra economía y tiene un punto culminante en el *superboom* bursátil de finales de 1986 y los dos primeros cuatrimestres de 1987. Antes se han liberado recursos con el pago de la expropiación bancaria. Varias grandes empresas cuentan con liquidez al desaparecer las presiones para cubrir el capital e intereses de su deuda externa al incorporarse a FICORCA. Otras más tienen recursos por haberse suspendido proyectos de inversión, o por realizar ventas y ajustes en la composición de los grupos. Son años marcados por la recesión, incluso al punto de que el *boom* se da en un ambiente de crisis cíclica, cuando la economía nacional vive una suerte de segunda zambullida.

Si la ganancia financiera se ha vuelto más importante en los balances de las grandes corporaciones, también se ha producido un proceso de fusiones, desestructuración de grupos y cambios en la propiedad del capital. Por sólo citar algunos ejemplos: el surgimiento del Grupo San Luis que cuenta con una sociedad tenedora de acciones y empresas lo mismo en minería como en el comercio; el redimensionamiento de Alfa, incluida la participación como socios de sus acreedores y, la aparición del grupo Xabre que además de su participación en Mexicana de Aviación, cuenta con cadenas hoteleras y agencias de viajes. Recesión e inflación son dos hechos que distinguen al *boom* a la mexicana en la bolsa del que se vivió en Nueva York, Tokio, Frankfurt... No obstante, como en esos mercados se trata de la ampliación de la pirámide financiera y la separación mayor, por lo menos para ciertos capitales, de este campo con el terreno productivo.¹¹

¹⁰ Banco de México. *Informe Anual 1985*, p.151.

¹¹ Una idea que es necesario sepultar por falsa hasta esta época en nuestro país, es la mil veces nombrada contribución de la bolsa al financiamiento de las empresas. En 1987, como en el pasado la bolsa fue un medio para apoyar las finanzas públicas. Los CETES continuaban ocupando gran parte del mercado, casi el 78 por ciento. Las acciones representan tan sólo el 7 por ciento y la mayoría de las transacciones con estos documentos son del mercado secundario. Del total de acciones negociadas las colocaciones primarias fueron únicamente el 14 por ciento, muchas de estas eran de las propias casas de bolsa. Actualmente se debe agregar a los BONDES, otro instrumento de la deuda pública interna, que en todo caso es el que ha desplazado relativamente a los CETES.

Los acontecimientos posteriores al *crac* de octubre de 1987 no han modificado esta situación. Después del extraordinario desplome de finales de ese año, continuó prevaleciendo en los mercados de capital la lógica de la especulación. Primero fueron los movimientos hacia el dólar que acompañaron las devaluaciones del tipo de cambio denominado libre y posteriormente del llamado controlado. A continuación, cuando se había iniciado el denominado Pacto de Solidaridad Económica, fueron las inversiones en títulos de la deuda pública interna y en general documentos del mercado de renta fija. Eran los días de las tasas de interés del 150 por ciento al año, a la vez que se mantenía fijo el tipo de cambio. Por último, en el año actual, bajo el ambiente del Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico se da el alza en la bolsa de valores. Atrás se encuentra la firma de una nueva carta de intención con el FMI, la profundización del proceso de privatización de empresas estatales, la apertura prácticamente indiscriminada a la inversión extranjera directa y la *modernización* del sistema financiero que entre otros ingredientes incluirá la acción plena en territorio nacional de agentes del exterior.

De enero de 1989 a septiembre del mismo año el índice de precios y cotizaciones en bolsas de valores aumentó en 100 por ciento, sin embargo como antecedente no existió ningún proceso importante de inversiones. Por el contrario, fueron otros movimientos los que generaron esta situación. Ventas de algunas paraestatales, continuación en el proceso de compras y cambios en la propiedad del capital entre diversos grupos y consorcios monopolistas y por último rumores sobre aumentos en la inversión privada de la denominada banca nacionalizada.¹²

9. La superación de la crisis cíclica desde 1982 se encadenó al desarrollo del mercado bursátil. Sin embargo, en estos años el crecimiento económico se ha dado sin un incremento sustantivo en la inversión productiva (Bernis, 1987). Se trata de un hecho particularmente grave para el caso de los Estados Unidos por aparecer como uno de los mercados financieros más dinámicos. La base de las ganancias financieras de los últimos años se encuentra en el pago de

¹² Por ello no es de extrañar que en la más reciente caída de la Bolsa en nuestro país entre los documentos que suspendieron su cotización, debido a que habían llegado al 10 por ciento de disminución, están los CAPs de Bancomer, Banamex, Atlántico; las acciones de la empresa de mayor monta en vías de privatización, Teléfonos de México; y los papeles de Vitro y Cementos Mexicanos, que son los grupos de capitales nativos más activos, tanto por lo que toca a su presencia en los mercados exteriores como por la adquisición de nuevos consorcios.

los intereses de la deuda externa del Tercer Mundo, las ganancias primarias de las empresas y diversas formas de arrancar recursos del conjunto de la población por medio de la red crediticia (crédito al consumo), impuestos y deuda pública, desplazamientos de capital de un mercado a otro en el corto plazo. Sin embargo, ésta no puede soportar de manera indiscriminada el incremento de la pirámide financiera, sobre todo frente al freno de la inversión productiva. El aumento en la intensidad del trabajo es un expediente, sin embargo las líneas de producción no admiten la ampliación de las operaciones al infinito.

De otra parte, la profundización de la esfera financiera no es una cuestión de voluntades. Se conjugan diversos hechos económicos, sin duda resultado de la lucha entre los capitales, pero a partir de los desplazamientos que constituyen el trabajo de la crisis. Entre los aspectos que debemos tener presente y cuya conjunción propicia la pirámide financiera están:

a) La incertidumbre para establecer cálculos de precios y de costos, debido al errático comportamiento de tasa de interés y del tipo de cambio, con lo que las ganancias de corto plazo en los mercados financieros aparecen como forma privilegiada de valorización de gran parte de los capitales que se están fortaleciendo en estos últimos años de crisis. Es un hecho que no ha cesado, ni como resultado del *crac* de 1987, ni de los diversos acuerdos que se han gestado desde el Grupo de los Siete, para crear ciertas reglas en los mercados financieros.

b) El déficit presupuestario, particularmente significativo en Estados Unidos, ligado a un amplio gasto militar y a una política monetaria restrictiva con lo que se crean condiciones para mantener la tasa de interés incluso a un nivel superior al de los otros países.

c) La conjunción en un periodo de la crisis de un dólar al alza con una tasa de interés superior a la de otros mercados en Norteamérica, lo que permite atraer capitales de otros países hacia esa economía. Posteriormente, no obstante la baja del dólar, se mantiene un vasto proceso de fusiones que generan mercados altamente rentables como el de los bonos chatarra. Para los capitales que se mueven en los circuitos financieros con inversiones en el corto plazo lo que interesa es el nivel de la tasa de interés nominal y las perspectivas del tipo de cambio (Marris, 1985), por lo que una situación de continuos movimientos en las cotizaciones de las monedas no representa necesariamente

un obstáculo para las inversiones sobre todo si se está en la situación de influir en esos movimientos. Por supuesto que hechos como éste en nada incentivan tendencias a la inversión productiva, mucho menos si hablamos de largos plazos de maduración de éstas.

d) La atracción de capitales al mercado de capitales de corto plazo presiona las finanzas de las empresas, cuyos recursos se destinan a estos mercados; entre otros hechos para hacer frente a su cuantioso endeudamiento. Después de octubre de 1987 varios de los más importantes consorcios quedaron con una situación financiera aún más difícil, puesto que la deuda contraída debía de ser pagada en un ambiente en que habían caído las inversiones financieras. Además algunos consorcios debían enfrentar intentos de adquisiciones por otros grupos, por lo que sus necesidades de liquidez aumentaban.

e) En los otros países miembros de los siete grandes aparecen políticas de ajuste y contracción del gasto, además se restringen los salarios. Globalmente se limita la demanda, impulsándose la exportación, incluso la de capitales.

f) La venta de empresas públicas, principalmente cuando éstas se malbaratan y no se desarrolla ningún cambio productivo en las mismas.

g) El desarrollo de nuevos instrumentos financieros, la concentración creciente que se da en el área de los servicios, las medidas *desregulatorias* y los incentivos fiscales también desplazan recursos hacia los mercados financieros.

h) El incesante proceso de compras forzadas que entre otras cosas presiona a algunos consorcios a operaciones de defensa que incluyen el desendeudamiento, la recompra de títulos o la adquisición de nuevos créditos, todo lo cual mueve recursos hacia el ámbito financiero.

i) La situación de continua devaluación de sus monedas y la caída de la demanda en diversos países latinoamericanos funciona como mecanismo para que se desplacen recursos al mercado financiero, principalmente al norteamericano.

10. En 1987 se presentan diversos hechos que modifican las expectativas de los mercados financieros, principalmente el norteamericano. La devaluación del dólar no se detiene a pesar de diversos acuerdos entre los siete grandes. Frente a ello se produce una doble caída y una doble alza. La primera en el precio de las obligaciones de las corporaciones y de los bonos del tesoro. La segunda en la tasa de interés tanto de Estados Unidos como de Japón. La señal de alerta

estaba dada. Un ajuste por lo menos parcial de los circuitos financieros a las condiciones prevalecientes en la producción se presenta y una impresionante montaña de títulos deben reconocer sus fuentes originarias de ganancias.¹³ No se trata por tanto de una previsible recesión, sino de la acción de un conjunto de contradicciones que a lo largo de más de cinco años de recuperación se habían acumulado y que entre otras cosas volverán a modificar aspectos del funcionamiento de los mercados de capital.

Como se observa en el cuadro 3, a partir de 1987 junto al relativo estancamiento del mercado de euroobligaciones se da un nuevo repunte de los eurocréditos. En este caso los mercados que son destino más destacado de gran parte de estos créditos se encuentran en los propios países desarrollados. Son operaciones profundamente vinculadas a las compras apalancadas y en general a los bonos chatarra.

CUADRO 3

PRÉSTAMOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITAL
(miles de millones de dólares)

	Total	Bonos	Créditos sindicados	Europa papel comercial	Otros
1986	388.1	227.1	52.4	59.0	49.6
1987	392.9	180.8	91.7	55.8	65.2
1988	452.0	224.9	127.1	57.3	42.7

FUENTE: OCDE (1989), *Financial Market Trends...* p. 6.

¹³ En el documento de la OCDE (1987) sobre las tendencias de los mercados de capital se destaca la caída de las euroobligaciones denominadas en dólares a tasa variable. En el texto se advierte que una contracción prolongada en este mercado puede tener graves repercusiones sobre los intermediarios del euromercado. El hecho es que el mercado de euroobligaciones en dólares estaba dando signos de una adaptación sumamente difícil a la nueva configuración en los tipos de cambio. Lo que en el fondo estaba en juego era la estructura de los flujos internacionales de capital (OCDE, 1987, pp. 7-8). Después de marzo-abril de 1987 la caída de las euroobligaciones en dólares se acompaña de salida de capitales de Estados Unidos y posteriormente de retiros de inversiones del mercado bursátil de Wall Street. Si durante unos meses logran coexistir alza en los mercados bursátiles con baja en el mercado de euroobligaciones, más tarde en ambos aparece claramente que hay límites para que continúe la valorización de los capitales que se mueven en estos campos: el *crac* se produce.

En septiembre de 1989, precisamente como un aspecto del proceso de desvalorización del capital, que tuvo un momento importante casi dos años antes, se da una caída en el mercado de bonos chatarra que creó una situación difícil para algunos grandes bancos de Estados Unidos. El First Bank reconoció que hasta el 11 por ciento de sus préstamos relacionados con compras apalancadas no generaron intereses. Se trata de un renglón con gran dinamismo entre las inversiones del Grupo. Otros bancos como Wells Fargo, Security Pacific y Bank of New York han elevado considerablemente sus operaciones para financiar compras apalancadas y debieron reconocer aumentos en sus créditos malos.¹⁴ La baja más reciente de la bolsa de Nueva York en octubre del año en curso estuvo asociada según se publicó a una fallida operación de compra apalancada, debido a que un banco japonés no facilitó los recursos para la misma. En todo caso estaba el antecedente de la caída el mes previo del mercado de bonos chatarra.

El momento en que las tendencias deflacionistas se afirman en la crisis de regulación incluye una drástica caída en los mercados bursátiles, que no necesariamente se presenta en una sola ocasión y que tampoco excluye posibles recuperaciones. Entre una y otra, como entre una y otra baja, no a todos los capitales les va igual y junto con los ganadores se presenta la desvalorización de otros. También es este un medio destacado para que avance la centralización y existan espacios económicos que pierden paso a paso los pocos elementos que les restaban para conducir procesos autónomos —que no cerrados— de inversión y crecimiento económico. Es bajo esta situación que el futuro del país se presenta sumamente difícil. Ni la desestructuración productiva ha concluido, ni mucho menos la masiva desvalorización de capitales; sin embargo se apuesta ya a la apertura plena de la economía nacional. Lo acontecido desde el *crac* de 1987 a la fecha confirma que en los movimientos en el mercado de capital ha cobrado mayor importancia la dinámica que se vive en este terreno en Norteamérica y las sorpresas no han cesado, como lo demuestra la interrupción abrupta en octubre del alza registrada en la bolsa de valores del país durante 1989, un día hábil después de la baja en Nueva York.

Hoy que la economía nacional vive el segundo movimiento en la reestructuración del capital y precisamente cuando éste también se desarrolla en economías como la norteamericana y la japonesa, se apuesta para la recuperación y el logro de un crecimiento sostenido

¹⁴ *Excelsior*, 23 de septiembre de 1989.

al capital privado y de manera destacada a la inversión extranjera directa, como si hubieran desaparecido del escenario la especulación, las fusiones y compras apalancadas que no se acompañan de vastos programas de inversiones productivas, las cuantiosas ganancias provenientes de los movimientos en los tipos de cambio y de los desplazamientos de un mercado financiero a otro y las propias crisis bursátiles aún cuando sean parciales o *controladas*.

BIBLIOGRAFÍA

- Bernis, Gerard de. "Observations sur la contrainte extérieure", *Economies et sociétés*, tomo XIX, núm. 4, París, Ismea, PUG, abril, 1985, pp. 191-229.
- . *Relations Economiques Internationales*, apartado intitulado "Las manifestaciones recientes de la crisis", París, Dalloz, 1987, pp. 1279-1298.
- . *El capitalismo contemporáneo*, México, Editorial Nuestro Tiempo, 1988.
- Guillén, Arturo. "Crisis, industria y reestructuración del sistema productivo", *Problemas de la Economía Mexicana*, México, Editorial Nuestro Tiempo, 1986, pp. 86-119.
- Gutiérrez, Antonio. "El *crac* bursátil de octubre de 1987: un balance", *Cuadernos Semestrales sobre Estados Unidos*, núm. 22, México, CIDE, 1988.
- Marris, Stephen. "Deficits and the dollar: the world economy at risk", *Institute for International Economics*, núm. 14, diciembre, 1985.
- OCDE. *Tendances des Marchés des capitaux*, núm. 37, París, OCDE, mayo, 1987, pp. 5-9.
- OCDE. *Financial Market Trends*, núm. 42, París, OCDE, febrero, 1989.
- Vidal, Gregorio. "América Latina y el sistema financiero internacional en las condiciones de la crisis del sistema de regulación monopólico-estatal", *Economía: Teoría y Práctica*, núm. 6, México, UAM, otoño, 1984, pp. 1-29.
- . "Crisis de Regulación y Expansión del Mercado Internacional de Capital", en *La Crisis Financiera*, México, Editorial Nuestro Tiempo, 1986, pp. 9-26.
- . "Crisis y reestructuración del capital", *Economía, Teoría y Práctica*, núm. 10, México, UAM, primavera-verano, 1987, pp. 93-111.
- . "El trabajo de la crisis y la reestructuración del capital", *Memoria del Congreso Internacional sobre la Teoría de la Regulación*, Barcelona, Universidad Autónoma de Barcelona, junio, 1988.