

El Crac Bursátil, la Economía de Endeudamiento Internacional y la Disputa por la Hegemonía

Antonio Gutiérrez Pérez*

Algunas consideraciones previas

A más de un año del desplome de los mercados financieros en octubre de 1987 la polémica sobre la naturaleza, las causas y las consecuencias del mismo sigue abierta. Esta discusión que abarca tanto el medio académico como el ámbito gubernamental, no sólo pone a prueba diferentes marcos conceptuales para comprender la lógica de los circuitos de valorización financiera y su vínculo con los circuitos productivos, sino que también se deducen de ella distintos escenarios probables de la economía y las finanzas mundiales y, por ende, diversas formulaciones de política económica.

El interés en analizar el *crac* bursátil reciente ha disminuido conforme los impactos previsibles sobre el conjunto de la economía han sido prácticamente nulificados por las políticas gubernamentales de los países industriales. Situación que ha llevado a algunos autores a caracterizar el *crac* como la simple expresión de una "profunda corrección financiera" magnificada por la dinámica de las innovaciones financieras — arbitraje

*Profesor de la División de Estudios de Posgrado de la Facultad de Economía de la UNAM.

de índices, aseguración de portafolios, comercio programado, etcétera — y por la presencia de un mercado global de capitales de funcionamiento continuo.

Esta perspectiva de corto plazo que pone el énfasis en la dimensión técnica del desplome bursátil nos parece insuficiente para dar cuenta de un fenómeno mucho más complejo: el proceso continuo y creciente de disociación de las condiciones de acumulación y valorización de los sectores productivos frente a las de la acumulación y la valorización financiera. Proceso del cual el *crac* bursátil pasado es una de sus expresiones más violentas.

Antes de abordar este análisis nos parece necesario hacer cuatro comentarios para acotar la perspectiva y dimensión del mismo.

Primero, uno de los pocos puntos en común de las diferentes interpretaciones sobre el *crac* radica en su evaluación como un evento de significación histórica para la economía mundial, debido a que la magnitud de las caídas presentadas el 19 y 20 de octubre en las principales bolsas de valores del mundo — cuadro 1 —, la celeridad y sincronía de las mismas y las enormes pérdidas sufridas por los tenedores de papeles bursátiles — calculadas inicialmente en cerca de 2 billones de dólares — colocaron el sistema financiero internacional al borde del precipicio. A este respecto, el informe de la Comisión sobre Mecanismos de Mercado nombrada por el presidente R. Reagan no deja lugar a dudas cuando señala:

"El lunes 19 de octubre fue quizás el peor día en la historia de los mercados de valores en Estados Unidos... Hacia el medio día del martes, el sistema financiero estaba cerca del colapso... Aún más grave fue el hecho de que la crisis estaba a punto de poner en peligro el sistema financiero mundial... Debido a la inminencia de un cierre de mercados, parecía probable el vasto desplome del crédito".¹

En este sentido, la masiva destrucción de capitales a que dio lugar el desplome bursátil puso de manifiesto la extrema fragilidad y vulnerabilidad de las estructuras financieras internacionales y nacionales que se han ido conformando al amparo de las tendencias a la desregulación, a la innovación y a la integración de los mercados financieros, así como de un patrón monetario multipolar y de tasas de cambio flexibles. En suma, ha generado un patrón de financiamiento inherentemente inestable que ha deteriorado tanto las instituciones financieras como las estructu-

¹ Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms, enero, 1988.

CUADRO 1
EL DESPLOME BURSÁTIL DEL 19 Y 20 DE OCTUBRE

BOLSA DE VALORES	CIERRE al 16/oct	CIERRE al 19/oct	CAMBIO por ciento	CIERRE al 20/oct	CAMBIO por ciento	CAMBIO por ciento al cierre 16/oct. cierre 20/oct.
Nueva York (DJIA)	2 246.76	1 738.74	-22.6	1 841.01	+5.88	-18.1
Tokio (Nikkei)	26 336.74	25 746.56	-2.35	21 910.08	-14.9	-16.9
Londres (Fi-100)	2 301.90	2 053.3	-10.8	1 801.6	-12.2	-21.8
Frankfurt (FAZ)	613.67	569.85	-7.14	540.90	-5.08	-11.9
Zurich (Credit Suisse)	629.30	558.20	-11.3	541.20	-3.05	-14
París (CAC General)	369.60	352.40	-4.65	321.9	-8.7	-13
Milán (Stock Index)	910.00	853.0	-6.25	815.0	-4.45	-10.5
Amsterdan (CBS General)	290.70	268.0	-7.81	245.5	-8.40	-15.5
Estocolmo (Aftarsvalden)	966.10	904.0	-6.40	846.9	-7.01	-12.4
Bruselas (Stock Index)	4 807.86	4 303.42	-10.5	4 282.6	-48	-11
Sidney (All Ordinaires)	2 144.99	2 064.70	-3.74	1 550.4	-24.9	-27.8
Hong Kong (Hang Seng)	3 783.20	3 362.39	-11.1	2 241.69 ¹	-33.3	-40.8
Singapur (Straits Times)	1 392.42	1 223.28	-12.2	967.95	-20.9	-30.5
Toronto (300 Composite)	3 598.58	3 191.38	-11.3	2 977.31	-6.71	-17.3

¹ Cifra correspondiente al 26 de octubre, ya que no abrió del 20 al 23 de octubre.

FUENTE: *Wall Street Journal* y *Financial Times*, varios números.

ras de crédito. Y que a su vez ha producido y ampliado un contexto de incertidumbre económica —fluctuaciones de las tasas de cambio y de interés—, profundizando así en reacomodo de la riqueza financiera al que asistimos desde los sesenta.

Segundo, las medidas de política económica tomadas por las autoridades financieras de los países industriales, especialmente de los Estados Unidos, no sólo lograron evitar el "salto al vacío" de los mercados de valores, sino también han marcado de manera decisiva la dinámica y la forma del *crac* bursátil. Los días 20 y 21 de octubre fueron claves en el comportamiento posterior de las plazas bursátiles.

La respuesta de los principales gobiernos se orientó en 3 direcciones: inyección de liquidez en el sistema financiero para evitar una crisis más profunda que pudiera afectar al sector bancario, descenso de las tasas de interés para impedir una recesión, baja en el valor del dólar para estimular la economía norteamericana. Estas 3 líneas de acción que fueron tomadas para amortiguar el impacto del *crac* se vieron reforzadas por el acuerdo norteamericano de reducir en 30 mil millones de dólares su déficit fiscal.

En relación al primer punto, el desafío más importante que enfrentaron los bancos centrales de los países industriales fue que la crisis bursátil no se convirtiera en crisis de liquidez y arrastrara al sistema bancario. El día 20 la Reserva Federal (FED), a través de su presidente, Alan Greenspan, así como los bancos centrales de Japón y Europa intervinieron para asegurar la liquidez del conjunto del sistema financiero.

Estas medidas tuvieron una particular importancia en Estados Unidos ya que la bolsa de futuros de Chicago cerró por espacio de 48 minutos el día 20 y en *Wall Street* se discutió incluso la posibilidad de cerrar temporalmente. El presidente de la Reserva Federal de Nueva York, G. Corrigan, se encargó personalmente de garantizar las líneas de crédito de los grandes centros monetarios de esa ciudad a las firmas bursátiles. Tan sólo el *Citicorp* elevó sus líneas de crédito a las casas y corredores de *Wall Street*, de un promedio diario de 200 a 400 millones de dólares a 1 400 millones el martes 20. Similares medidas fueron tomadas en Chicago para que los 21 bancos comerciales más importantes de esa ciudad apuntalaran a los corredores de bolsa y realizadores de mercado. En esta ciudad cabe destacar en particular el rescate por parte de la FED del *First Option of Chicago Inc.*, subsidiaria del *Continental Illinois National Bank* que maneja un 20 por ciento de los préstamos en operaciones a futuro en el mercado de Chicago. En síntesis, se calcula que la FED inyectó más

de 10 mil millones de dólares en las dos primeras semanas, para mantener el flujo de crédito sobre todo en el mercado de futuros.

Aunada a las medidas tomadas por la FED, un conjunto de firmas y corporaciones, entre las que se menciona a *Salomon Brothers*, *Morgan Stanley*, *Kidder Peabody*, *Paine Webber*, *Goldman Sachs*, etcétera, realizaron compras masivas el martes 20 de octubre al filo del mediodía en contratos a futuros de 17 de las 20 empresas industriales que conforman el *Major Market Index*. Las acciones de estas empresas forman parte a su vez del índice *Dow Jones*. Esta medida tuvo por objeto evidente el de manipular el índice industrial de *Wall Street* al alza, ya que en esos momentos se encontraba en 1 711 puntos. Esto es, por debajo del nivel del cierre del lunes anterior y con una clara tendencia a la baja que de haberse continuado hubiera puesto en serias dificultades de liquidez a una parte significativa de los corredores bursátiles. La medida tuvo éxito al lograr una recuperación de 360 puntos del índice *Dow Jones*, alejando el mercado de la posibilidad del cierre y por ende del colapso.

En suma, este conjunto de acciones de la FED y de manipulaciones de corto plazo de los índices bursátiles consiguió poner un piso al derrumbe de *Wall Street*, lo que a su vez permitió una leve recuperación del 5.88 por ciento en relación al cierre del lunes 19 de octubre, y sobre todo logró mantener a flote las firmas y corredores bursátiles sin afectar la estabilidad y solvencia del sistema bancario. Así, la FED y el resto de los bancos centrales de los países industriales fueron capaces de cumplir con su función esencial en un sistema de curso forzoso, la de prestamistas y garantes de última instancia del sistema monetario y financiero. Función que Alan Greenspan sintetiza cuando en su informe del 2 de febrero de 1988, ante una comisión del Senado estadounidense, señaló:

"Pusimos particular atención en las relaciones crediticias entre bancos y corredores bursátiles. Aseguramos la exposición crediticia de la industria bancaria hacia las firmas bursátiles a través de préstamos, préstamos concomitantes y líneas de crédito. Estuvimos en contacto tanto con los bancos como con las firmas bursátiles analizando la liquidez y fondos de los corredores y realizadores de valores".²

Esta función de la banca central es el pivote en torno al cual gira la reproducción y unificación del sistema monetario y bancario del capitalismo contemporáneo. Como analizaremos más adelante, la capacidad

²*Federal Reserve Bulletin*, abril 1988, p. 217.

de los principales bancos centrales para cumplir con ella de forma cabal está cada vez más cuestionada por el desarrollo de una economía internacional de endeudamiento. Situación que es mucho más preocupante en el caso de Estados Unidos por el nivel de endeudamiento, tanto del gobierno como de las corporaciones y familias.

Por lo que respecta a la segunda medida tomada, la reducción de las tasas de interés, se realizaron en un primer momento — octubre-mayo — movimientos importantes en esta dirección, de manera coordinada entre Europa y Estados Unidos. Medida encaminada a impedir que se transitará hacia una recesión. En este sentido, la *Prime Rate* pasó de 9.75 por ciento el 16 de octubre a 9 por ciento el 22 de octubre, a 8.75 por ciento el 4 de noviembre y a 8.50 por ciento el 3 de febrero, permaneciendo en este nivel hasta el 10 de mayo. De la misma manera en los principales países europeos descienden sus tasas de interés para amortiguar lo más posible un impacto recesivo en sus economías. En un segundo momento, que abarca desde mayo hasta la fecha, las tasas de interés tienen un comportamiento al alza. La *Prime Rate* sube medio punto el 11 de mayo y el 14 de julio respectivamente, alcanzando un nivel cercano al de antes del *crac* de 9.50. Posteriormente el Sistema de la Reserva Federal sube el 9 de agosto la tasa de descuento de 6 a 6.5 por ciento, lo que se refleja inmediatamente en la tasa Prima al superar el nivel que tenía antes del 19 de octubre, colocándose el 11 de agosto en 10 por ciento y generalizándose a los principales países europeos. En este segundo momento, las alzas de la tasa de interés responden a una apreciación diferente del estado de la economía. La posibilidad de una recesión inmediata está descartada, pero lo que se avisa es un recrudecimiento de las presiones inflacionarias y un recalentamiento de la economía. De manera tal que la economía mundial sigue transitando por un sendero cada vez más estrecho, en el que sus límites están marcados por la inflación de un lado y la recesión, por el otro.

Finalmente, por lo que se refiere a la devaluación del dólar, éste tuvo un comportamiento parecido al de las tasas de interés. Primero una fase devaluatoria que va de la tercera semana de octubre a la primera semana de enero, en el que el dólar cae 12 por ciento frente al marco y 14.8 por ciento frente al yen.

Luego, una segunda fase al alza que abarca en términos generales todo lo que va de 1988, aunque a finales de marzo y principios de abril cayó sin alcanzar los niveles de finales de 1987. En el transcurso de 1988 el dólar recuperó un 9.2 por ciento en relación a su cotización con el yen japonés de principio de año y un 17.6 por ciento en relación al marco

alemán durante el mismo periodo. La explicación de ambas fases de comportamiento del dólar están, como el de las tasas de interés, íntimamente ligadas a la política económica. En un primer periodo, antirecesivo, la devaluación del dólar buscaba reanimar la economía norteamericana. En un segundo periodo, antiinflacionario, la revaluación del dólar intenta frenar la inflación —4.7 por ciento en el 2o trimestre, anualizada.

En síntesis, las políticas monetarias de tasas de interés y de tasas de cambio aunadas a ciertas medidas de política fiscal, han logrado contener los posibles impactos del *crac* de octubre de 1987 en la actividad económica, e incluso hoy la mayoría de las economías industriales crecen por encima de las previsiones esperadas. Pero, a su vez, la incertidumbre e inestabilidad financiera continúa, así como los principales desequilibrios económicos que dieron origen al *crac*. La confianza no ha sido restaurada y los márgenes de maniobra son cada vez más reducidos para la política económica. El mes de agosto de 1988, en el cual se dieron aumentos de tasas de interés, y cayeron *Wall Street* 5.3 por ciento, Londres 4.9 y Tokio 2.6 por ciento, es una muestra de que las condiciones para un nuevo crecimiento bursátil y una expansión financiera no han sido recreadas.

Tercero, todo balance sobre la naturaleza y las consecuencias del *crac* bursátil pasado es necesariamente provisional. No debe olvidarse que entre octubre de 1929 y marzo de 1933 hubo 40 meses y que el índice en aquél entonces — luego de las caídas del 28 y 29 de octubre y de la del 13 de noviembre — presentó una cierta reanimación y estabilidad hasta abril de 1930, para luego descender de forma sistemática hasta fines de 1932. Así, de abril de 1930 a principios de 1933, el principal índice bursátil de la Bolsa de Nueva York descendió 80 por ciento. Con esta referencia histórica simplemente queremos ilustrar que no se puede tomar un periodo breve de alza y relativa estabilización como el fin de un ciclo. El comportamiento de la mayoría de las bolsas del mundo, a excepción de la de Japón, cuya dinámica analizaremos más adelante, se ha caracterizado en estos nueve meses por la volatilidad, la inestabilidad y el menor nivel de actividad. Rasgo típico de un clásico mercado bajista.

A este respecto el ejemplo de *Wall Street* es elocuente. El volumen diario promedio de acciones negociadas fue durante 1987 de 189 millones y actualmente fluctúa entre 150 y 155 millones, el volumen de valores no inscritos (OTC) se encuentra también deprimido, así como el mercado de futuros de Chicago. Además ha sido incapaz de consolidar un piso en los 2 100 puntos del *Dow Jones*, a fines de mayo todavía se encontraba por debajo de los 2 mil puntos y después de casi tres meses por arriba de esta

barrera el 22 y 23 de agosto cayó por debajo de ella. En agosto presentó una caída de 5.3 por ciento, y del 3 al 10 de agosto cayó más de 100 puntos, recordando las caídas del 8 de enero de 140.58 puntos y al del 14 de abril de 101.46 puntos.

Nuestro punto de vista, en este sentido, es que el ciclo iniciado en octubre con el derrumbe de las cotizaciones bursátiles no se ha cerrado y por lo tanto la crisis aún está abierta. En este contexto y en conformidad con el espíritu del Informe Brady, creemos que un nuevo desplome es una posibilidad que no se puede descartar.

Cuarto, la profundidad y la extensión del *crac* de octubre de 1987 la convirtieron inmediatamente en un evento de trascendencia histórica y de carácter internacional. De ahí los inmediatos paralelismos con la crisis de 1929-1933. Mucho se ha hablado de las similitudes de ambos casos: mercado de valores florecientes, crecimiento económico previo espoleado por la reducción de impuestos, dificultades y quiebras en el sector agrícola, tensiones y fuertes fluctuaciones en los tipos de cambio, crisis deudora internacional — deudas de guerra en los veinte, deudas de América Latina y otros países subdesarrollados en los ochenta —, cuestionamiento de hegemonías y ausencia de un liderazgo económico fuerte, etcétera. Pero si queremos rescatar la especificidad del *crac* de 1987 es necesario no analizarlo con los ojos de 1929. Su forma de expresión y su patrón de comportamiento han sido y tendrán que ser diferentes.

La especificidad del *crac* de octubre de 1987 responde en lo fundamental a los cambios cualitativos habidos en la estructura económica del capitalismo, en los mecanismos e instituciones de regulación, así como en los mercados financieros y monetarios, desde la posguerra hasta la fecha. Hoy el capitalismo, a través de la intervención estatal ha generado una compleja estructura de "redes de seguridad", como las llama John Galbraith, tales como el seguro del desempleo, el de los depósitos bancarios, las pensiones, el subsidio al ingreso agrícola, los apoyos fiscales, etcétera, que le permiten una mayor capacidad de absorción de las tensiones e inestabilidad inherentes a su comportamiento.

Estas redes de seguridad amortiguan en primera instancia los efectos y los impactos de las rupturas a través de un complejo proceso de desplazamiento y articulación de estructuras y espacios de valorización y distribución, que trae consigo una forma de manifestación de las crisis mucho más soterrada y gradual que antes de los treinta. En esos años las crisis adoptaban una forma más abierta y global que llevaba a procesos más rápidos de destrucción, disciplinamiento y restructuración. Por ello, la presencia de estas redes de seguridad y mecanismos anticíclicos

aunada a la propia profundidad y densidad que ha alcanzado el capitalismo de posguerra tanto en sus circuitos productivos como financieros conforman una estructura de funcionamiento más flexible y elástica, lo que no es sinónimo de estabilidad o equilibrio, que junto a los mecanismos de regulación vigentes hacen del capitalismo un sistema con mayor plasticidad y que su crisis actual tenga formas y manifestaciones novedosas y peculiares. Por ello no es posible pensar las crisis bursátiles y financieras de los ochenta a imagen y semejanza de la de los treinta. En sus diferencias radica su especificidad.

Las lecturas sobre las causas del *crac*

El análisis de las causas que dieron origen al desplome generalizado de las bolsas de valores en octubre de 1987 es de gran importancia, ya que en la determinación de éstas lo que está en juego es la caracterización misma de la naturaleza del *crac*. En términos generales podemos afirmar que en el ámbito académico como en los estudios publicados por agencias gubernamentales y la prensa especializada existen dos grandes lecturas de la crisis bursátil.

Antes de evaluar cada una de estas dos perspectivas analíticas, nos parece pertinente mencionar que ambas coinciden en lo fundamental en su examen sobre el conjunto de fenómenos y señales que se convirtieron en detonadores de desplome bursátil. Entre éstos destacan:

- 1) La caída de los rendimientos del mercado de valores, primero en Estados Unidos en la primavera de 1987, luego en Tokio en septiembre de ese año, lo que normalmente anuncia una caída del mercado accionario y que además generó fuertes pérdidas en algunas firmas bursátiles, como fue el caso de *Merril Lynch* que en abril presentó pérdidas por 377 millones de dólares en una línea de valores respaldados por hipotecas.
- 2) La reactivación del círculo vicioso: aumento del déficit comercial norteamericano — reinicio del proceso devaluatorio del dólar — aumento de tasas de interés. La presencia renovada de la lógica de este círculo vicioso despertó inmediatos temores de una posible recesión en la economía norteamericana, de una mayor inestabilidad cambiaria y de un posible recrudecimiento de las presiones proteccionistas en el Congreso de Estados Unidos.

- 3) La ausencia de un liderazgo indiscutible de la economía norteamericana y la posibilidad de fractura por la disputa alemanonorteamericana sobre las tasas de interés — las célebres declaraciones de Baker —, en la débil coordinación macroeconómica de los países industriales puesta en marcha a fines de 1985.
- 4) En la medida en que *Wall Street* fue el epicentro del terremoto bursátil pasado, cabe destacar la propuesta legislativa en Estados Unidos para gravar las actividades de fusiones y adquisiciones hostiles de empresas, que pretendía acabar con el paraíso fiscal en ese renglón y que contribuyó al mercado alcista de agosto de 1982 a octubre de 1987. Al conocer esta propuesta a mediados de la semana anterior al 19 de octubre se dio un conjunto de ventas masivas de acciones involucradas en actividades de dicha naturaleza.

Si bien cada uno de los análisis le otorga mayor importancia a algún aspecto sobre los demás, consideramos que fue la concatenación de estos hechos lo que generó y confirmó un cambio en las expectativas futuras — base de todo mercado de capitales — de los inversionistas, que se inició en realidad el 5 de octubre para dar lugar a uno de los desplomes más espectaculares y significativos de los mercados financieros el 19 de octubre.

A partir de este análisis sobre los detonadores de la crisis bursátil, como señalábamos líneas arriba, se han ido conformando dos grandes lecturas del mismo. La primera explica el *crac* principalmente por las transformaciones recientes en los mecanismos y estructuras del mercado — aseguración de portafolios, arbitraje de índices y comercio programado — y en la introducción de sistemas computarizados de almacenamiento y procesamiento de información, transacciones y flujos financieros. La segunda, que sin negar el papel que jugaron estos mecanismos en la dinámica del 19 y 20 de octubre, pone el acento en las tendencias macroeconómicas que le dieron origen, siendo la primera de estas dos explicaciones la más recurrente en los diferentes estudios y análisis.

Esta última interpretación de los acontecimientos se ha ido conformando fundamentalmente a través de un conjunto de informes gubernamentales norteamericanos, entre los cuales destaca el Informe Brady, así

como de algunos análisis de las propias bolsas de valores de este país.³ Aunque entre sí difieren en algunos matices y aspectos, sobre todo en los relativos a las medidas, a tomar para evitar un nuevo desplome, conforman una lectura común del *crac*, pues todos ellos comparten una visión técnica de desplome poniendo el énfasis en los mecanismos de mercado, en los sistemas de cómputo e información, etcétera.

Los elementos claves que explican para esta visión lo sucedido el 19 de octubre son:

- a. El conjunto de innovaciones en productos y procesos financieros que contribuyó a que la debilidad del mercado en las primeras semanas de octubre se convirtiera en un derrumbe generalizado, al activar las estrategias de aseguración para limitar sus pérdidas. Pero esta medida que puede ser viable para un determinado número de portafolios en un momento dado puede no serlo, al mismo tiempo, para el conjunto de los inversionistas, por sus obvias consecuencias en la relación entre oferta y demanda.
- b. La falta de sincronía y de coordinación entre los distintos componentes del mercado, principalmente entre *Wall Street* y Chicago, entre el mercado accionario y el de futuros, que coadyuvó a la incertidumbre y a la inestabilidad.
- c. Los avances en los sistemas de telecomunicaciones y en los sistemas computarizados que permitieron la caída generalizada y con sincronía de los principales mercados de valores, en la medida en que estos permiten responder casi instantáneamente a los cambios tanto en los eventos externos como en la dinámica de los precios internos de las acciones, originando en este caso una postura generalizada de venta que se transformó en una actitud de pánico masivo.

La lógica de la bola de nieve que caracterizó al mercado bursátil en esos días fue la siguiente. El derrumbe se profundiza el 14 de octubre, pues había iniciado el 5 de ese mes, con el anuncio de las cifras del déficit

³ Entre éstos destacan el informe de la Comisión Presidencial sobre Mecanismos de Mercado, el de la Comisión de Valores y Cambios y de los Consejos Directivos de *Wall Street* y Chicago.

comercial de Estados Unidos que produce una caída de 95 puntos en el índice *Dow Jones*. En los días subsiguientes las señales que recibe el mercado son negativas: propuesta legislativa para gravar las actividades de fusión y compras hostiles de empresas, alzas en las tasas de interés, inestabilidad del dólar, etcétera. La caída del índice se confirma el 16 de octubre con un nuevo descenso de 108.35 puntos. Con ello los programas de aseguración se activan buscando reducir pérdidas, pero en realidad precipitan la caída del 19 de octubre al combinarse con las posturas de venta de algunos fondos mutuales, de algunas corporaciones o inversionistas extranjeros. Así, el 21 por ciento del volumen total de ventas en la Bolsa de Nueva York del lunes negro correspondió al mecanismo de aseguración de portafolios, que además fue realizado por muy pocas instituciones, tan sólo tres portafolios realizaron ventas programadas por 2 mil millones de dólares.

Ante la caída del índice *Dow Jones* los inversionistas institucionales —fondos mutuos, compañías de seguros, fondos de pensión, etcétera—, se precipitan a vender los contratos a futuros que habían adquirido para protegerse de una posible alza de *Wall Street* y para aprovechar los diferenciales entre ambos. De manera tal que el mecanismo de arbitraje de índices jugó en un primer momento un papel central como correa de transmisión de tensiones de un mercado a otro. Posteriormente, cuando las divergencias entre las plazas de Nueva York y de Chicago se magnificaron, se convirtió en una correa de transmisión de inestabilidad y pánico. En Chicago, al igual que en *Wall Street*, se presentó el fenómeno de la concentración de un gran número de ventas en unos cuantos portafolios, pues solamente tres son responsables de ventas por casi 2 800 millones de dólares en contratos a futuros.

Por último, la sincronía, rapidez y severidad de la caída de los días 19 y 20 de octubre en casi todas las bolsas del mundo fue la expresión de la existencia de un mercado global de capitales de funcionamiento continuo, gracias a la desregulación e integración de los mercados y a la presencia de los sistemas de cómputo y de telecomunicaciones. La respuesta del mercado global de capitales manifestó a su vez el temor a que la caída generara una recesión en la economía más grande del mundo capitalista y, con ella, del conjunto del sistema económico.

En síntesis, esta lectura del *crac* de octubre de 1987 permite comprender mejor la lógica de funcionamiento de los mercados financieros

norteamericanos y los efectos de las innovaciones en su dinámica, al mismo tiempo que revela las consecuencias y los límites de un mercado global de capitales. A su vez, nos parece que el no resaltar suficientemente los desequilibrios económicos y las tendencias financieras que dieron origen reduce el fenómeno a su simple dimensión técnica y resulta insuficiente para un acontecimiento de tal magnitud y trascendencia.

Por lo que respecta a las divergencias que existen al interior de lo que podríamos denominar "la lectura dominante del *crac*" resaltan aquellas que se dan en torno a las medidas que deben tomarse para evitar un nuevo colapso bursátil. Dos grandes posiciones se enfrentan. Por un lado, los defensores de libre mercado, quienes defienden el paradigma de los mercados eficientes, según el cual los inversionistas actúan racionalmente en función de las noticias y expectativas económicas, y el precio de las acciones responden a los valores fundamentales del mercado, las perspectivas de las ganancias de las empresas, las tasas de interés y la información nueva. Esta corriente se opone a cualquier regulación nueva sobre el mercado.

Por otro lado, encontramos la corriente que propugna nuevas regulaciones para el mercado como el único recurso para evitar un nuevo colapso y darle mayores márgenes de solidez y seguridad, el caso más representativo de esta posición es el Informe Brady, el cual propone: 1) una sola instancia de coordinación y control de los componentes esenciales del funcionamiento de los mercados, siendo indispensable la unificación de los sistemas de liquidación, pues ella podría reducir los riesgos financieros; 2) la variación de los cursos de los valores accionarios deberá ser coordinada entre los distintos sectores, sin unificarlos, pero sí armonizando los márgenes de fluctuación; 3) establecen mecanismos de ruptura — interruptores de circuito — de las cotizaciones de las acciones e índices; 4) la tarea de vigilancia para todo el flujo financiero en su conjunto (bolsas y bancos) deberá ser confiada a la FED.

Estas recomendaciones han generado una gran polémica y división en los medios financieros, ya que suponen una reestructuración global de los mecanismos de regulación de los mercados de valores en Estados Unidos, así como de sus instituciones. La FED, el Departamento del Tesoro y la Comisión Negociadora de Futuro se oponen, en especial a los puntos 1 y 4, mientras además de la Comisión Brady, el presidente de la Bolsa de Nueva York y algunos prominentes congresistas apoyan la toma de nuevas medidas regulatorias.

En un intento por lograr el consenso sobre las medidas que han de adoptarse, el presidente Reagan nombró un nuevo Comité de Regulado-

res del mercado que más bien tiene por objetivo descalificar las propuestas del Informe Brady. En un primer momento, cuando los temores de una recesión estaban vivos, los críticos a los mecanismos de negociación programada y de arbitraje de índices obtuvieron algunas victorias parciales, sobre todo por lo que respecta a los interruptores de circuito. La Comisión de Cambios y Valores aprobó en abril un nuevo reglamento de *Wall Street* para detener dichos programas cada vez que el *Dow Jones* oscile más de 50 puntos en un día. En mayo, las grandes firmas bursátiles norteamericanas suspendieron los paquetes de negociación programada de sus propias cuentas con el objetivo de restaurar la confianza entre el público. Por su parte, la Bolsa de Chicago implantó límites diarios a las oscilaciones de sus índices *Standard and Poors*. Posteriormente, conforme la posibilidad de una recesión se alejaba, los defensores del libre mercado ganaron terreno, suspendiéndose a principios de julio las restricciones que se habían impuesto en *Wall Street* a la negociación por programas, etcétera.

En cuanto al trabajo de la nueva comisión, se espera en lo fundamental algunas sugerencias de carácter técnico y para situaciones de emergencia — hasta el momento se habla de un acuerdo inicial de coordinación entre *Wall Street* y Chicago en caso de caídas de más de 250 puntos y posibles cierres temporales y/o parciales, de no más de dos horas —, y de ninguna manera un paquete sustancial que diera lugar a un cambio radical en las prácticas de funcionamiento y de regulación de los mercados de valores en Estados Unidos ello por la orientación del Comité, en lo fundamental similar a la del equipo de Reagan. ¿No sería acaso paradójico que después de 7 años de llevar adelante un proceso de desregulación del conjunto de la economía, la administración actual de los Estados Unidos acabara su mandato regulando de nuevo los mercados financieros? Además, si para la aprobación de la ley Glass Steagall fue necesario, amén del *crac* y del desplome bursátil, la quiebra del sistema bancario y la gran depresión, podría pensarse que todavía es prematuro para una profunda reestructuración del mercado financiero estadounidense.

La segunda lectura que podemos realizar sobre el *crac* bursátil de octubre de 1987, como lo señalamos al principio de este párrafo, pone el énfasis en las tendencias estructurales de la economía mundial que permitieron el excesivo crecimiento del endeudamiento y el desenfrenado aumento de la especulación. Entre éstas destacan las siguientes:

a) La privatización y la desregulación de la economía como respuesta a la ruptura del patrón de acumulación de los setenta, al descenso

de la caída de la tasa de ganancia, de la producción y de la inversión privada en los países industriales. Ambas tendencias dieron origen a una mutación significativa de las estructuras productivas y financieras, tanto nacionales como internacionales. Este proceso de reordenamiento y cambios globales generó a su vez un contexto de inestabilidad e incertidumbre, como se puede constatar con las severas fluctuaciones de las tasas de interés y de cambio, los sucesivos periodos de recesión y recuperación de la economía, de inflación y desinflación en los años ochenta.

b) La dinámica económica de los Estados Unidos que, luego de la depresión de principios de los ochenta, se reactivó fuertemente impulsada por el crédito y el endeudamiento masivo. El desarrollo de los déficits gemelos —el fiscal y el comercial— es en gran medida reflejo de este fenómeno. El fiscal para impulsar el crecimiento y contener cualquier brote deflacionario en Estados Unidos. El comercial, como palanca de crecimiento del resto del mundo. Pero, a su vez, ambos déficits expresan el trasfondo estructural de las transformaciones hegemónicas en curso: el deterioro del liderazgo productivo, tecnológico y financiero de los Estados Unidos.

El desarrollo de una colosal economía de endeudamiento en Estados Unidos en todos sus niveles —gobierno, empresas y familias— es uno de los elementos nodales de la dinámica alcista de los mercados de valores, de agosto de 1982 a septiembre de 1987, así como de su desplome.

Los datos hablan por sí mismos. Estados Unidos se convirtió en deudor neto internacional en 1985, por primera vez desde 1914, por un monto de 112 mil millones de dólares. La diferencia entre sus activos en el extranjero, en relación a los activos extranjeros en Estados Unidos, se incrementó en 1986 al alcanzar una suma de 264 mil millones de dólares y en 1987 de alrededor de 403 mil millones de dólares.

Por lo que se refiere al endeudamiento interno las cifras no son mejores. La deuda interna total en manos del sector no financiero alcanzó la suma de 8 billones de dólares en 1987, lo que significa un incremento de 216 por ciento en 10 años; y pasó de representar el 136 por ciento del PNB al 180 por ciento. Entre los sectores más dinámicos en este crecimiento de la deuda interna están el gobierno federal, a través de la emisión de bonos, con una suma de 2 billones al finalizar el segundo periodo de Reagan, y cuyo servicio será de 180 a 200 mil millones de

dólares anuales, esto es, entre 4 y 5 por ciento del PNB; las corporaciones no financieras que triplican su nivel de endeudamiento para alcanzar la cifra de 1.8 billones de dólares, principalmente por la vía de la emisión de bonos y papel comercial; y las familias, quienes mediante las tarjetas de crédito y las hipotecas vieron crecer su endeudamiento en 217 por ciento, hasta llegar al orden de 2.74 billones de dólares.

Mención especial merece el sector agrícola, uno de los más endeblés de la economía norteamericana por el descenso de los precios agrícolas y el aumento del valor de la tierra, lo que se ha reflejado en numerosas quiebras de bancos agrícolas regionales, que multiplicó 4 veces su endeudamiento, siendo en la actualidad ligeramente superior a 1 billón de dólares.

Este proceso tuvo, entre otras, dos consecuencias importantes. En el plano externo, Estados Unidos logró que su crecimiento fuera financiado

CUADRO 2
POSICION INTERNACIONAL DE
DE ESTADOS UNIDOS
1983-1987

	1983	1984	1985	1986	1987 ^e
Posición Internacional Neta	90	4	-112	-264	-403
Activos de E.U. en el extranjero	874	896	949	1 068	1 132
Gobierno	113	120	130	138	128
Privados	761	776	819	930	1 004
Inversión Directa	207	211	230	260	298
Otros	554	565	589	670	706
Activos extranjeros en E.U.	784	892	1 061	1 331	1 535
Oficiales	194	199	203	241	285
Privados	590	693	859	1 091	1 249
Inversión directa	137	164	185	209	250
Otros	453	529	674	882	999

e: Estimada

FUENTE: *Federal Reserve Bulletin*, mayo, 1988.

en gran medida por el resto del mundo. Un papel activo en este proceso lo jugó Japón, la potencia financiera emergente, que con la creciente competitividad de su economía —reflejada en sus *superávits*

comerciales —, la permanente tasa alta de ahorro interno, y la revaluación de su moneda, se convirtió en el más importante acreedor del mundo y de los Estados Unidos, con lo cual, esta nación vive una situación desconocida en mucho tiempo, la dependencia de su crecimiento en los flujos de capital provenientes del exterior y en particular del Japón.

En el plano interno, este proceso de endeudamiento —cuadro 2— masivo de todos sus sectores la fue convirtiendo en una "sociedad casino". Según la célebre expresión del *Business Week*, ya que se deslizaba de la "inversión hacia la especulación". La lógica del sistema financiero se fue apoderando de la sociedad norteamericana en su conjunto, como lo señaló *Monthly Review* "se volvió la forma de vida de todas las esferas de la economía". El deterioro del sistema bancario —más de 600 quiebras en los ochenta—, el rescate del *Continental Illinois* y del *First Republic of Texas*, la restructuración del *Bank of America* y del *First Chicago*, la crisis de las instituciones de ahorro, etcétera, la quiebra de algunas corporaciones y empresas, en particular en el sector energético, la bancarrota de numerosos productores agrícolas y la crisis del endeudamiento de América Latina, así como el *crac* reciente de *Wall Street*, son expresión y costo de este proceso de endeudamiento masivo que ha comenzado a deteriorar las bases de su crecimiento económico y de su capacidad de liderazgo.

A los cambios y rupturas en los patrones de financiamiento nacionales e internacionales de la actividad económica. Este proceso sintetiza el conjunto de cambios que ha sufrido el sistema monetario y financiero internacional y está íntimamente ligado a la crisis del dólar y a la adopción de un sistema de paridades flexibles que generó un contexto de incertidumbre económica.

A nivel internacional este proceso tiene dos fases. La primera de 1974-1982. En estos años, como resultado de la crisis del dólar asistimos al inicio de una economía internacional de endeudamiento y a la constitución de un mercado global de dinero de funcionamiento continuo. Su pivote es el euromercado y su forma monetaria el eurodólar, dándose con ello un "desplazamiento *sui géneris*" del dólar norteamericano, e iniciándose una tendencia al fraccionamiento monetario propio de un mundo multipolar. En esta fase, el motor de crecimiento de los circuitos monetario-financieros fue el crédito bancario privado internacional, el agente la banca comercial trasnacional que recicló la enorme liquidez del sistema internacional de esos años. Esta fase abrió nuevas formas y mecanismos de financiamiento a los gobiernos y a las empresas, lo cual produjo una ruptura del patrón tradicional que estaba íntimamente ligado a los mercados nacionales, socabando así la fortaleza y el vigor de

estos últimos y limitando los impactos y alcances de las políticas monetarias nacionales. Esta primera fase tuvo una duración de nueve años y encontró su propio límite en la "crisis de la deuda de América Latina".

La segunda fase la podemos cifrar de agosto de 1982 a septiembre de 1987, constituyó un relanzamiento de la economía internacional de endeudamiento por la vía de las bolsas de valores. Esta fase se caracteriza por la constitución de un mercado financiero global de 24 horas y por el mecanismo de financiamiento denominado en inglés *securisation*, emisión de títulos y otros papeles negociables en el mercado. En relación al primero, los procesos de desregulación de los mercados financieros y su internacionalización hicieron posible la constitución de este mercado global de capitales. La desregulación trajo consigo un quiebre en la naturaleza de los mercados al transformar su vocación eminentemente nacional en internacional. Así, los grandes inversionistas institucionales trasladaron una parte importante de sus portafolios al extranjero, como se puede ver en el cuadro 3.

CUADRO 3
FONDOS DE PENSION PRIVADOS
INVERTIDOS EN EL EXTRANJERO

<i>País</i>	<i>1980 por ciento del total de activos</i>	<i>1986 por ciento del total de activos</i>
Estados Unidos	1	4
Inglaterra	9	20
Japón	1	10
Canadá	7	9
Holanda	4	10
Alemania	2	4
Australia	0	15
Francia	1	2
Suiza	4	5
Resto del mundo	2	4

FUENTE: Intersec Research Corporation. Financial Times.

A su vez, el porcentaje del volumen comercializado de acciones por inversionistas extranjeros en 1986 alcanzó cifras significativas. En Estados Unidos el 10.3 por ciento, Japón 9.3, Inglaterra 35.5, en Alemania

39.5 y Francia 34.7 por ciento. Todo ello transformó las firmas domésticas de valores en firmas transnacionales y en los principales agentes de la economía internacional de endeudamiento, desplazando de este lugar a los bancos comerciales privados, desatando una tendencia a la mayor concentración y centralización financiera.

Así, la constitución de un mercado global de capitales de funcionamiento continuo se consolidó de manera acelerada, como lo atestiguan 300 mil terminales de computadora conectadas en 110 países, que proporcionan una cobertura de 100 mil acciones que se negocian en los más diversos países y centros financieros del mundo, lo que está indudablemente en la raíz del efecto de *dominó* que desencadenó la caída de *Wall Street* el 19 de octubre, fenómeno que jamás había ocurrido en esa extensión y con esa sincronización.

Por lo que respecta a los mecanismos de financiamiento ligados a la emisión de deudas —bursatilización—, ellos son el resultado de los procesos de innovación de productos, procesos y mercados financieros, resultado de la intensificación de la competencia entre las diversas instituciones financieras y de las restricciones que pesaban sobre las tasas de interés y los campos de actividad de los mismos. La existencia de estas nuevas modalidades de financiamiento cortó drásticamente la liga de dependencia de las corporaciones en relación al financiamiento bancario y permitió, a su vez, la transformación de viejas deudas en nuevos tipos de valores; en síntesis, produjo una ruptura en las formas tradicionales de financiamiento y cambió las formas de financiamiento del conjunto de los flujos financieros.

Este proceso se puede ver claramente en el cuadro 4, pues entre 1983 y 1984 el mercado internacional de capitales sufrió una transformación fundamental en cuanto a su dinámica y a su motor de crecimiento. En primer lugar, cayó en cuanto a su volumen en 1983, debido a la crisis de pagos de los países latinoamericanos, de 200 mil millones en 1981 a 158 mil millones, para luego recuperarse en 1984 al alcanzar la cifra de 229 mil millones y ver rebasar por primera vez en 1986 los 300 mil millones de dólares, al situarse en los 321 mil millones.

En segundo lugar, y tal vez lo más importante, es que hubo un cambio en las formas y los mecanismos de financiamiento, pues mientras en 1981 casi el 50 por ciento de este mercado estaba constituido por eurocréditos bancarios y las euroobligaciones eran tan sólo el 15 por ciento, para 1986 los primeros representan únicamente el 17 por ciento, mientras los segundos casi el 60 por ciento.

Como podemos observar, las formas de financiamiento se modificaron profundamente. La emisión de títulos y obligaciones reemplazó al crédito bancario, relanzando la economía internacional de endeudamiento. El financiamiento de corto plazo vino a sustituir en gran medida al de largo plazo. La socialización del riesgo y el aumento de la volatilidad se fueron apoderando de los mercados y con ello se impulsó la práctica especulativa de sus agentes y la fragilidad del mercado, como lo demostraron el 19 y el 20 de octubre.

Este cambio en las formas y mecanismos de financiamiento de las empresas y los gobiernos, que se profundizó en los ochenta, trajo consigo un debilitamiento en sus estructuras financieras, pues como señala H. Kauffman: "Durante los veinte años posteriores a la Segunda Guerra Mundial hubo una razonable consistencia en el modo como las corporaciones financiaron su crecimiento: por cada dólar de nueva deuda añadía

CUADRO 4

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

Año	Total	Bonos	Otras obligaciones Internacionales	euro-créditos	Otras facilidades
1981	200.6	31.3	21.5	91.3	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	279.1	136.5	32.5	54.1	56.0
1986	321.4	187.7	40.4	54.2	39.0
1987	300.4	140.5	36.8	82.2	40.8

FUENTE: Estadísticas Financieras de la OCDE. Cuadro 8-1, varios números.

un dólar de capital contable mediante una combinación de dividendos retenidos y emisión de nuevas acciones. Este patrón fue roto a mediados de los setenta. Desde entonces, la emisión de deuda ha crecido abruptamente, el crecimiento del capital contable ha quedado muy rezagado".⁴

Esta ruptura en los patrones tradicionales de financiamiento, sustituyéndolos por otros más favorables al endeudamiento que a la emisión accionaria se acentuó en 1984. Por ejemplo, en Estados Unidos durante 1975 a 1983 las corporaciones no financieras fueron emisoras netas en un promedio anual de 63 mil millones de dólares en nuevas acciones, de 1984 a junio de 1987 las corporaciones fueron compradoras netas — para lo cual recurrieron a las más diversas formas de endeudamiento — en un promedio anual de 78.4 mil millones de dólares anualmente, lo que redujo la oferta neta de acciones por 275 mil millones de dólares en 3 años y medio.

La razón de este cambio fue el incremento en el proceso de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, reestructuraciones y compras apalancadas de las grandes corporaciones que encontraban en estas actividades un método de valorización más alto y rápido en sus propios campos de acción.

CUADRO 5

EMISION NETA DE ACCIONES EN ESTADOS UNIDOS POR
LAS CORPORACIONES NO FINANCIERAS
(Miles de millones de dólares)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	(tercer trimestre) 1987
Emisiones	21.1	21.5	28.9	40.0	18.0	24.9	37.8	37.0
Retiros estimados	8.2	33.0	17.5	11.7	92.5	106.5	-118.6	-115.0
Total	+12.9	-11.5	+11.4	+28.3	-74.5	-81.6	-81.6	-78.0

FUENTE: Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms.

⁴ H. Kauffman *Interest Rate, the Markets and the New York Financial World*, Times Books, New York, 1986, p. 64.

El desarrollo y la articulación de este conjunto de tendencias tuvo dos consecuencias fundamentales. Primeramente, un proceso continuo y creciente de disociación de las condiciones de la acumulación y de los circuitos de valorización de los sectores productivos frente a los de la acumulación y la valorización financieras. Proceso que tiene su raíz en la ruptura de los acentos de *Bretton Woods*, la subsecuente adopción del sistema de paridades flexibles y el abandono del patrón oro, lo que abrió un periodo de relativa autonomía de los circuitos financieros frente a los circuitos productivos, como rasgo característico y necesario de una época de transición y reordenamiento de todos los ámbitos de la actividad económica.

Una cifra sintetiza este proceso: el alza de los índices bursátiles de los 19 más grandes mercados del mundo en 296 por ciento en promedio de agosto de 1982 a octubre de 1987.

Segundo, fragilidad y sobrevaluación aceleradas y crecientes de los mercados. Así por ejemplo, en *Wall Street* varios observadores concuerdan en que el índice *Standard and Poors 500* estaba sobrevaluado entre un 25 y un 40 por ciento. Además, la relación precio de mercado-valor en libros del índice *S&P 400* era de 2.4; ajustada esta relación a la inflación, era de .97, el nivel más alto desde 1973. Si bien algunos autores señalan que el nivel del índice *Dow Jones* en términos reales era similar al de enero de 1973, se les olvida señalar que unos meses después, en agosto, se da una caída del 40 por ciento del índice que se prolonga hasta mayo de 1974.

En suma, las condiciones para un desplome bursátil estaban dadas, todo era cuestión de tiempo. Si no hubiera sido en octubre, hubiera sido poco después.

Algunas reflexiones sobre la naturaleza y las consecuencias del *crac*

A partir de la perspectiva analítica que abre esta segunda lectura de las causas del *crac* es posible abordar la discusión sobre la naturaleza del mismo y, sobre todo, rebasar la dicotomía simplista de calificarlo: ya como una brutal corrección, en la cual la burbuja financiera sufrió una verdadera implosión que permitiría un crecimiento con menores tensiones; o, por el contrario, como el ingrediente que faltaba para el inicio de una nueva crisis cíclica de la economía mundial, y ubicarla en un proceso más complejo que es el del lento y prolongado deterioro de los patrones de financiamiento, tanto nacionales como internacionales, lo que se ha

traducido en mayor vulnerabilidad, fragilidad e inestabilidad de las estructuras financieras y de la economía en su conjunto.

Los nuevos patrones —estructuras y mecanismos— emergentes de financiamiento fueron capaces de relanzar la economía internacional de endeudamiento, constituyéndose así en un mecanismo de reciclamiento de la liquidez y en una fuerza básica de contención de la recesión; permitiendo a la vez un profundo reordenamiento de la propiedad capitalista.

Pero al mismo tiempo, por la volatilidad y la inestabilidad inherente a su naturaleza, estos patrones de financiamiento generaron un crecimiento enorme, como ya vimos, del endeudamiento y, con él, de la especulación. Es por ello que el *crac* bursátil aparece como un límite de esta forma de economía de crédito, en cuanto manifiesta su volatilidad y su relativo agotamiento.

De esta manera, a la fractura del sistema financiero internacional de agosto de 1982 —que aún no ha sido restaurada, pues permanece presente como una bomba de tiempo sin desactivar, ya que simplemente se han retardado sus plazos— se aúna la fractura de 1987. ¿Se podrá, como a finales de 1982, encontrar una forma diferente de relanzamiento de la economía de endeudamiento internacional? ¿Se podrá nuevamente aplazar el saneamiento de la pirámide crediticia y de la burbuja especulativa? ¿Se podrá evitar la recesión económica?

Sin duda los instrumentos de política y las estructuras de regulación son más poderosas que hace 50 años y la experiencia es mayor, pero también es cierto que el margen de maniobra es más estrecho y los plazos más cortos, al mismo tiempo que la acumulación de espacios de tensión y de núcleos conflictivos se acentúa.

Por lo pronto, parece claro que el 19 de octubre significó el quiebre de la tendencia global alcista de los mercados financieros que duró más de 5 años, y el inicio de un típico mercado bajista en el cual no es posible descartar ni nuevas caídas ni algunos periodos de relativa estabilidad o de alzas temporales. Se ha abierto un compás de espera en función, por un lado, de la respuesta de la actividad y del ciclo económico y, por otro, de la capacidad de absorción de los agentes y estructuras financieros del derrumbe del otoño pasado.

Los mercados de valores presentaron de octubre a febrero un patrón de comportamiento inestable, íntimamente ligado a las fluctuaciones del dólar que a finales de 1987 cae a sus niveles más bajos desde la Segunda Guerra Mundial. De marzo a la fecha se ha registrado una cierta recuperación motivada fundamentalmente por dos factores, el impresionante

crecimiento de la bolsa de Tokio que incluso ha superado en casi 6 por ciento su nivel histórico previo al *crac* y el comportamiento de la economía estadounidense, crecimiento sostenido, aumento de las exportaciones, reducción del déficit comercial, estabilidad y revaluación del dólar. Pero inclusive en este periodo de relativa estabilidad la incertidumbre, la volatilidad y, sobre todo, el menor nivel de actividad han marcado su comportamiento.

Este fenómeno ha impedido en la mayoría de las bolsas de valores — las excepciones son Tokio, Milán y Bruselas — una recuperación significativa de las cuantiosas pérdidas del 19 y 20 de octubre. Como podemos ver en el cuadro 7, la mayoría de las bolsas de valores sufrió pérdidas cuantiosas en 1987, como lo refleja la caída de sus índices en una gama que va del 2 al 40 por ciento. Once meses después del *crac* sus índices se mantienen por debajo de los niveles previos al 19 de octubre, en un rango que fluctúa entre el 5 y el 30 por ciento. Destacando los casos de *Wall Street*, Londres, París, Sydney, Zurich y Hong Kong, que presentaban al 19 de agosto de este año una caída porcentual de -25, -28, -29.8, -33.5 y 37.8 por ciento respectivamente, en relación a sus puntos más altos en 1987.

Es por ello que, para algunos analistas, desde marzo se ha presentado un fenómeno inverso al que se daba antes del *crac*. Si en el mercado alcista de las bolsas de valores su dinámica era independiente de la dinámica de la actividad económica, ahora esta última se ha desligado del comportamiento de los mercados financieros, sobre todo lo que se refiere a la relación entre la economía estadounidense — aumento de las exportaciones, ganancias corporativas de la economía, crecimiento del 3.3 por ciento en el primer semestre — y *Wall Street*.

Este fenómeno en realidad refleja que *Wall Street* y la mayoría de las bolsas de valores están preocupados más por el mediano plazo que por el corto. En otras palabras, les preocupa la fragilidad del sistema financiero y la posibilidad de una recesión, ya que a pesar de 6 años de crecimiento ininterrumpido el sistema financiero estadounidense no ha logrado consolidar su reestructuración y sería sumamente vulnerable para soportar las presiones y los rigores de una recesión. Además, los niveles de endeudamiento de la economía de Estados Unidos plantea serias dudas sobre la solvencia de las corporaciones y las familias en una situación recesiva y en la capacidad de la FED para actuar como prestamista de última instancia.

CUADRO 6
PRINCIPALES DECLINACIONES DE ALGUNOS MERCADOS BURSÁTILES EN LA POSGUERRA Y SUS IMPACTOS ECONÓMICOS SUBSECUENTES

<i>Pais y Fecha</i>	<i>Cambio Porcentual</i>	<i>Punto de Partida</i>	<i>Cambio Porcentual del PNB, 12 meses después</i>	<i>Recesión</i>
A) Estados Unidos	Dow Jones	Dow Jones		
5/29/46 - 10/ 9/46	-23.2	212.5	+6.4 ¹	No
12/13/61 - 6/26/62	-27.1	734.9	+4.9	No
2/ 9/66 - 10/ 7/66	-25.2	995.1	+2.4	No
12/ 3/68 - 5/26/70	-35.9	985.2	-1.3 ²	Si
8/22/73 - 11/ 5/74	-44.4	1 051.7	-3.6	Si
9/21/76 - 2/28/78	-26.9	1 014.8	+3.5	No
4/27/81 - 2/12/82	-24.1	1 024.0	+1.2	Si
B) Inglaterra	Ft-30 ³	Ft-30		
6/30/55 - 2/28/58	-29.8	39.97	2.4 ¹	No
4/30/61 - 7/31/62	-21.2	64.05	1.1 ¹	No
1/31/69 - 6/30/70	-31.5	107.62	2.7	No
12/31/72-12/31/74	-69.5	124.83	0.2	Si
C) Japón	TSEI ⁴	TSEI		
9/30/49 - 6/30/50	-46	8.46	58.6 ¹	No
2/28/53 - 4/30/53	-24.4	21.97	21.1 ¹	No
7/31/61 - 10/31/61	-37.7	68.40	5.8	baja
1/31/73 - 10/31/74	-35.6	145.82	-2.7	Si

¹ Producción Industrial.

² Cambio en trimestre.

³ *Financial Times 30 stock index.*

⁴ *Tokyo Stock Exchange Index.*

FUENTE: *Report of the Presidential Task Force.*

CUADRO 7

EL COMPORTAMIENTO DE LOS MERCADOS DE VALORES
EN EL MUNDO
(Cambios porcentuales)

Plazas bursátiles e índice	Oct. 16/87 a Dic. 31/87	Oct. 16/87 a Sept. 19/1988	Del punto más alto en 1987 a Sept. 19/1988	Dic. 31/1987 Sept. 19/1988
Nueva York (DJIA)	-13.8	- 7.4	-25	+ 7.3
Tokio (Nikkei)	-18.2	+ 5.9	+4.7	+29.3
Londres (Ft-100)	-25.6	-23.6	-28	+ 2.7
Frankfurt/(FAZ)	-30.7	-16.1	-	+21.1
Zurich (Crédit Suisse)	-33.9	-25.1	-29.8	+13.2
París (CAC Général)	-22.5	- 0.8	-20.4	+30.7
Milán (Stock Index)	-25.6	+19.2	-	+60.2
Amsterdam (CBS General)	-28.3	- 7.4	-	+28.9
Estocolmo (Affarsvalden)	-31.0	- 8.1	-	+33.0
Bruselas (Stock Index)	-24.1	+ 7.1	-	+40.9
Sydney (All Ordinaires)	-38.5	-28.3	-33.5	+16.6
Hong Kong (Hang Seng)	-39.1	-35.4	-37.8	+ 6.2
Singapur (Straits Times)	-40.9	-23.7	-	+29.0
Toronto (300 Composite)	-12.2	- 9.6	-	+ 3.0

NOTA: Las fechas para el punto más alto de cada una de estas bolsas son: Tokio, octubre 14; Londres, julio 16; París, marzo 26; Sydney, septiembre 21; Hong Kong, octubre 1º; Nueva York, agosto 25, Zurich, 5 de octubre.

FUENTE: Elaborado con datos del *Financial Times* y *Wall Street Journal*.

En este sentido podríamos afirmar que la vieja idea de que los mercados de valores son el sismógrafo más sensible de los movimientos profundos de la economía parece ser nuevamente cierta, pues se habían convertido en un sobrecitado instrumento de medición de la actividad de los mercados financieros y de los movimientos de capital y, por ende, limitado a una visión de corto plazo.

En relación a la fragilidad del sistema financiero estadounidense veamos algunos datos. Por lo que se refiere al sector bursátil, las firmas financieras enfrentan una restructuración de estrategias, lo que no es exclusivo de las firmas en ese país, sino un fenómeno mundial, así como también lo son los recortes de personal, o al menos congelación de cualquier expansión. Las firmas financieras mencionadas tuvieron una pérdida de 2 250 millones en el cuarto trimestre de 1987 y sus ganancias se redujeron en este último año en 80 por ciento en relación a 1986, al pasar de 5 500 millones de dólares a sólo 1 100 millones antes de

impuestos. Además, los recortes de personal son de alrededor de 15 mil puestos y se calcula que probablemente se cerrarán 18 mil más en 1988.

Esta debilidad de los agentes financieros se traduce en una incertidumbre en el futuro, pues si de acuerdo al informe Brady, sólo 15 instituciones vendieron paquetes accionarios de manera extensa y rápida ¿qué pasaría si un tercio de las otras 2 mil firmas financieras decidieran hacerlo de forma simultánea y con la misma intensidad? ¿Se podría manipular el índice al alza como se hizo el 20 de octubre? ¿Podrían los bancos cubrir a los agentes bursátiles? ¿Podría la FED volver a garantizar la liquidez del sistema y actuar como prestamista de última instancia?

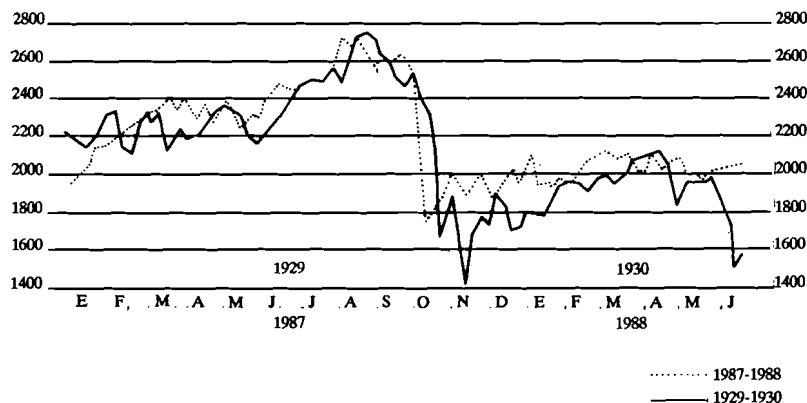
Por su parte, la situación del sistema bancario no es mejor, ya que su deterioro se inicia a principios de los setenta; fenómeno ligado a la disminución de las ganancias de los bancos comerciales, medidas como proporción de los activos, de la captación de los recursos globales y del crédito, así como a la feroz competencia entre las más diversas instituciones financieras y a los cambios en el contexto macroeconómico.

Dado que esta problemática por su complejidad e importancia requeriría un análisis particular, nos limitaremos a señalar algunos de sus resultados recientes. 1987 representó el peor año del sistema bancario norteamericano desde la crisis de 1929-1932. 8 de los 15 mayores bancos comerciales presentaron pérdidas. 184 instituciones bancarias quebraron el año pasado, con lo cual van más de 600 quiebras en los años ochenta. 10 por ciento de los más de 12 mil bancos comerciales son considerados problemáticos por la Corporación Federal de Seguros de Depósitos (FDIC) por su situación financiera. El *First Chicago* inició un plan de desmembramiento. El *Bank of America* en profunda restructuración. El *First Republic of Texas*, el más grande de ese estado, se declaró en quiebra en el mes de marzo, lo que obligó a la FDIC a iniciar una operación de rescate, probablemente la mayor de su historia. El surgimiento de los llamados "bancos superregionales" ha traído consigo un desplazamiento de algunos de los grandes, entre 1980 y 1988 sólo 4 de éstos se mantienen en la lista de las 10 instituciones más grandes en cuanto a su valor de mercado.

Por otra parte, las instituciones de ahorro y crédito continúan en crisis. Una tercera parte de ellas tuvo pérdidas netas en 1987 y la Corporación Federal de Seguros de Instituciones de Ahorro y Préstamos (FSLIC) requirió de una recapitalización urgente el año pasado, para poder hacer frente a las quiebras y pérdidas de las instituciones afiliadas. Se plantea que el costo de la reorganización de este sector fluctuará entre 15 mil y 50 mil millones de dólares. Por último, el expediente sobre la convenien-

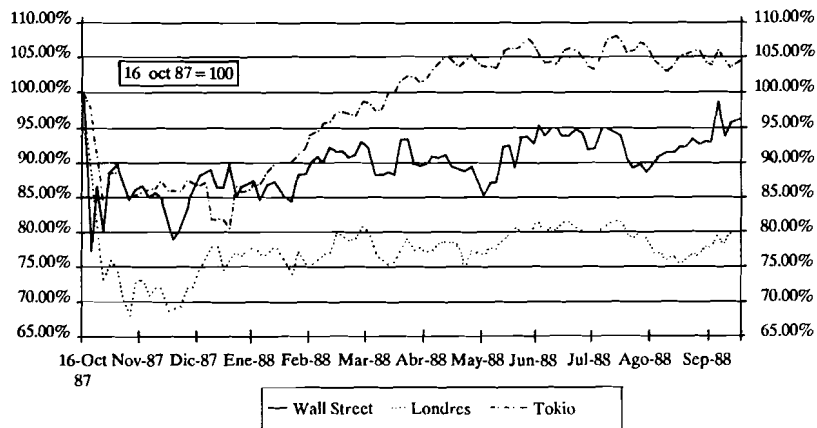
GRAFICA 1

Comportamiento de Wall Street en 1929-1930 y 1987-1988



GRAFICA 2

Comportamiento Wall Street-Londres-Tokio



cia o no de reformar la ley *Glass-Steagall* — que desvincula los bancos comerciales de los de inversión y corretaje — volvió a ser retomado por el senado y está hoy en la agenda futura de los trabajos del Congreso.

Estos elementos que configuran un panorama del sistema bancario de Estados Unidos lo definen como un sector vulnerable, lo cual es un factor de vital importancia en el probable desenvolvimiento futuro del sistema financiero y de la economía de dicho país, pues como lo señalan numerosos autores, el factor crítico de toda crisis financiera — ejemplo claro es el periodo de 1929-1933 — han sido las quiebras bancarias, no solamente porque magnifican el choque bursátil, sino porque están íntimamente ligadas con el resto de la economía, en tanto el sistema bancario es el que irriga y organiza el conjunto de la actividad económica. Por ello las quiebras de bancos, además de generar una ruptura profunda en la confianza social, traen consigo la interrupción del financiamiento y de las coberturas crediticias, irrumpiendo en ello las quiebras industriales y el colapso de la inversión.

En síntesis, los desafíos que enfrentan la economía — agotamiento de los motores de crecimiento de un ciclo expansivo de más de 60 meses, endeudamiento masivo, sobrecalentamiento en algunos sectores, etcétera — y el sector financiero norteamericano son numerosos y todo parece indicar que la recesión no podrá ser evitada indefinidamente por las manipulaciones de la política económica, aunque su extensión y profundidad serán los factores determinantes de su impacto global en la actividad económica.

Las respuestas de las interrogantes sobre el futuro de la economía norteamericana, y en gran medida del resto del mundo, no dependen solamente del dinamismo de su economía, ni de la política económica que implemente su próximo gobierno, sino también de factores externos que pueden ser detonadores de una nueva recesión. Por ejemplo el crecimiento de Japón y Europa, el comportamiento de los inversionistas extranjeros en los mercados financieros norteamericanos, la evolución de la bolsa de Tokio, la actitud de los países latinoamericanos en relación al pago del servicio de la deuda, las tasas de interés y de inflación en los demás países industriales, el desarrollo de la coordinación macroeconómica, etcétera.

Este conjunto de factores nos revela la actual interdependencia que caracteriza la reproducción de las relaciones económicas internacionales y los reordenamientos en curso de las hegemonías capitalistas; problemática en torno a la cual haremos nuestra última reflexión.

La crisis bursátil del otoño pasado fue sin duda alguna, una crisis de carácter mundial. Su forma y su racionalidad sólo se explican a partir de esta perspectiva. La interdependencia y la sincronización de los movimientos de los diversos mercados de valores son la expresión más clara de ello.

En esta perspectiva, el derrumbe bursátil convirtió las bolsas de valores en el eje del ajuste financiero y monetario, a través de la destrucción masiva de capitales y del reacomodo de la riqueza financiera. Sólo en este contexto podemos entender el comportamiento de la bolsa de Tokio después del *crac* de octubre.

Este proceso responde al surgimiento de Japón en los ochenta como potencia financiera de primer orden y su posterior consolidación como el primer acreedor mundial, sustentado en una posición internacional de sus activos netos del orden de 230 mil millones de dólares, lo que no refleja el superávit de cuenta corriente, sino también el papel creciente de instituciones y mercados financieros japoneses.

En la explicación de este fenómeno concurren numerosos factores, la emergencia y consolidación de Japón en los setenta como una potencia productiva —altos niveles de competitividad, excedente comercial, interrelación banca-industria, etcétera— y la posterior liberalización e internacionalización de sus mercados financieros y de su moneda que convirtió a Tokio en un centro bancario y financiero clave —en 1986 se negoció en Tokio el 15 por ciento del total de los créditos de la banca internacional—, detrás sólo de Londres con un 23 por ciento.⁵

Este proceso ha tenido un conjunto de impactos de gran importancia. Por un lado, dio lugar a un cambio fundamental en las fuentes de financiamiento de las grandes corporaciones japonesas, ya que mientras en 1970-1974 el 85 por ciento de los préstamos bancarios estaban denominados en yen, en el periodo 1981-1984 era menos del 50 por ciento.

Además en los setenta sólo el uno por ciento de los préstamos bancarios provenía del extranjero, mientras que en los ochenta más del 25 por ciento eran bonos emitidos fuera de Japón. A pesar de esto los mercados de corto plazo siguen teniendo menor importancia en el financiamiento de las empresas de esa nación, ya que representan en relación al PIB el 14 por ciento de los mercados de mediano y largo plazo.

⁵ Véase, Antonio Gutiérrez Pérez, "Japón: restructuración interna e internacionalización de la economía en los ochenta, *Comercio Exterior*, marzo, 1988.

Por otro lado, el arribo de los bancos e instituciones financieras japonesas a la escena internacional hasta convertirse en los agentes fundamentales —cuadros 8 y 9—, hecho que se manifiesta en que actualmente los bancos comerciales japoneses ocupen los 5 primeros puntos en escala mundial por el tamaño de sus activos. De los 25 más grandes, 16 son japoneses. Por lo que se refiere a las firmas financieras, éstas juegan ya un papel protagónico en el euromercado: de los 10 principales suscriptores de bonos 5 son japoneses.

Este avance de los bancos comerciales a instituciones japonesas se ha dado a costa de los bancos comerciales y firmas financieras norteamericanas.

El reacomodo de la riqueza financiera se ha expresado a través de la sostenida y espectacular revaluación del yen frente al dólar y en el *crac* bursátil de octubre de 1987. Hoy, la Bolsa de Tokio es la más grande del mundo por su nivel de capitalización. A fines de marzo de 1989 las bolsas japonesas representaban el 44.2 por ciento del valor total de las bolsas de valores del mundo en comparación con el 29.4 por ciento de los Estados Unidos. Hace sólo 3 años este último país significaba el 48.8 por ciento y Japón el 22 por ciento.

El comportamiento de la Bolsa de Tokio, del *crac* a la fecha, ha tenido dos fases. La primera en que desempeñó un papel de contención al desarrollo de la crisis bursátil mundial. Su poder de resistencia sorprendió al mundo entero, ya que se le consideraba la más indicada para iniciar el ajuste, pues tenía una relación precio a utilidad de 75, mientras en *Wall Street* ese coeficiente era de 15. Este hecho se explica por la fortaleza económica de Japón —recuperación de los márgenes de utilidad, aumento de gasto de capital, crecimiento económico del 4 por ciento, incremento de la demanda interna en 4.5 por ciento, aumento de la producción industrial en 6 por ciento, etcétera— que demostró su capacidad de adaptarse al descenso de las exportaciones y a la presencia de un yen fuerte, por los mecanismos de regulación —interruptores de circuito, límites a ciertos agentes, requerimientos de capital, etcétera— y por la interrelación bancos corporaciones estado.

La segunda fase, de febrero en adelante, se caracteriza por un crecimiento espectacular del índice *Nikkei*, que rebasa en varias ocasiones sus récords históricos, demostrando así su capacidad de crecer al margen de la dinámica de Estados Unidos. Dicha autonomía expresa su papel protagónico en el sistema financiero internacional.

CUADRO 8

LOS 10 BANCOS MAS GRANDES DEL MUNDO
POR EL TAMAÑO DE SUS ACTIVOS

Lugar en 1987	Bancos	País	Activos millones de dólares	Lugar en 1979
1	Dai-ichiKangyo Bank	Japón	266.9	10
2	Sumitomo Bank	Japón	250.6	16
3	Fuji Bank	Japón	244.1	14
4	Mitsubishi Bank	Japón	227.1	17
5	Sanwa Bank	Japón	218.2	18
6	Credit Agricole	Francia	214.4	1
7	Citicorp.	EUA	203.6	3
8	Norinchukin Bank	Japón	184.9	ND
9	Banque National de Paris	Francia	182.7	4
10	Industrial Bank of Paris	Francia	177.0	22

FUENTE: *Business Week*, junio 27, 1988. *The Banker*, junio, 1979.

Este proceso parece confirmar la hipótesis de que los ochenta significaran el traslado de la primacía financiera mundial de los Estados Unidos hacia Japón, lo que convierte a la Bolsa de Tokio en el espacio que articularía y organizaría el mercado global de capitales de funcionamiento continuo. De no ser así y de presentarse un *crac* bursátil en Tokio — dado que su múltiple precio-ganancia sigue siendo muy alto: alrededor de 50— que arrastrara a *Wall Street* y a las demás bolsas de valores, la ausencia de una plaza líder tendería a fragmentar el mercado financiero global.

En conclusión, el panorama que se ha venido definiendo desde los setenta, de deterioro de la hegemonía de Estados Unidos y de su imposibilidad para actuar con un liderazgo estabilizador; y por otro lado el surgimiento de nuevos centros hegemónicos, pero que son incapaces de asumir plenamente esta función por restricciones económicas y geopolíticas, conforman un cuadro muy similar al de 1929-1932, evocado por Ch. Kindleberger: "la depresión fue tan amplia, tan profunda y tan larga,

debido a que el sistema económico internacional se hizo inestable por la incapacidad británica y por la falta de voluntad norteamericana para asumir la responsabilidad...⁶

CUADRO 9

PRINCIPALES SUSCRITORES DE BONOS EN LOS
MERCADOS INTERNACIONALES
DE CAPITALES, 1987.

Lugar 1987	Emisor	Monto Millones de dólares	No. de emisiones	Por ciento
1	Nomura Securities	17 885.90	114	13.23
2	Credit Suiss-First Boston	10 391.00	114	7.69
3	Deutsche Bank	7 831.23	67	5.79
4	Nikko Securities	7 100.56	52	5.25
5	Daiwa Securities	6 784.00	68	4.99
6	Yamaichi Securities	6 517.17	65	4.82
7	Morgan Stanley Int.	4 998.39	34	3.70
8	J.P. Morgan Securities	4 428.23	40	3.28
9	Salomon Brothers	4 386.10	35	3.24
10	Ind. Bank of Japan	4 100.22	37	3.03

FUENTE: *Euromoney*, marzo 1988.

Actualmente, a casi 60 años de la gran depresión, el dilema adopta, bajo otras modalidades, contenidos similares. Coordinación macroeconómica — forma de ejercer y resolver el problema de la hegemonía de manera concertada — o conflicto — resolución violenta del mismo —, parecen ser los extremos de las alternativas en juego, y cuya resolución definirá sin duda los adjetivos con los que la historia reconocerá el *crac* bursátil de octubre de 1987.

⁶ Charles Kindleberger, *La crisis económica 1929-1939*, Editorial Crítica Grijalvo, Barcelona, España, p. 340.