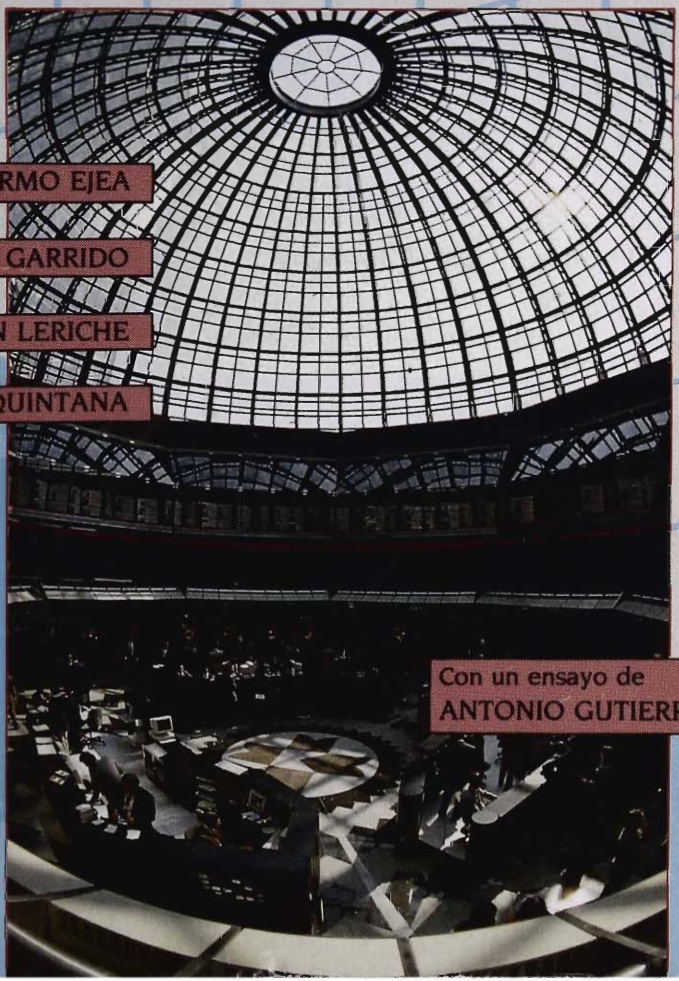
448

MERCADO DE VALORES

CRISIS Y NUEVOS CIRCUITOS FINANCIEROS EN MEXICO, 1970-1990

GUILLERMO EJEA
CELSO GARRIDO
CRISTIAN LERICHE
ENRIQUE QUINTANA



Con un ensayo de
ANTONIO GUTIERREZ PEREZ

Casa abierta al tiempo

SERIE ECONOMIA

Mercado de valores, crisis y nuevos circuitos financieros en México, 1970 - 1990

5/44247
DON.

217783
C.B 2893499

Guillermo Ejea, Celso Garrido
Cristian Leriche, Enrique Quintana

Mercado de valores, crisis y nuevos circuitos financieros en México, 1970 - 1990

0203552

con un ensayo de Antonio Gutiérrez Pérez:

La evolución de los mercados bursátiles en los ochenta. Una perspectiva internacional

2893499

UAM
HG185
M6
M4.7

Rector General
Dr. Gustavo A. Chapela Castañares

Rectora de la Unidad Azcapotzalco
Dra. Sylvia Ortega Salazar

Secretario de la Unidad
Ing. Enrique Tenorio Guillén

Director de la División de Ciencias Sociales y Humanidades
Lic. Jorge Fernández Souza

Jefa del Departamento de Economía
Lic. Mónica de la Garza Malo

Coordinador de Difusión Cultural de Ciencias Sociales y Humanidades
José Francisco Conde Ortega

Asesores
Arturo Córdova Just
Federico Yañez Roldán

Portada
Ana Lourdes Herrera

Primera edición: verano de 1991

©Universidad Autónoma Metropolitana
Unidad Azcapotzalco
División de Ciencias Sociales y Humanidades
Av. San Pablo Núm. 180
Azcapotzalco

ISBN 968-840-749-6
Impreso en México
Printed in Mexico

Mercado de valores, crisis y nuevos circuitos financieros en México, 1970-1990.

Guillermo Ejea, Celso Garrido,
Cristian Leriche, Enrique Quintana

INDICE

PREFACIO 11

CAPITULO I 21
Crisis del patrón de financiamiento del desarrollo estabilizador e impulso al mercado de valores, 1970-1977.

Introducción
1. El patrón de financiamiento del desarrollo estabilizador. 23
2. Las razones del cambio en el patrón de financiamiento durante la administración Echeverría. 27
3. Las diversas reformas financieras que desembocan en la creación de la Bolsa Mexicana de Valores en 1975. 32
4. La crisis del desarrollo compartido y el impasse en la evolución del mercado bursátil entre 1975 y 1977. 37

CAPITULO II 43
Expansión petrolera, crisis de la hegemonía y ciclo bursátil, 1977-1982.

Introducción
1. La fase de expansión. 45
   1.1 La reactivación macroeconómica y la cordialidad política (1977-1978).
   1.2 El ciclo bursátil 1978-1979.
      a) Un primer empuje de la bolsa en 1978
      b) El período de 1978-1979.
2. El colapso financiero y la crisis de hegemonía. 57
   2.1 Auge y crisis del ciclo económico (1980-1982).
   2.2 La recesión bursátil de 1979-1982.
   2.3 La coyuntura de 1982.

CAPITULO III 69
Nuevo patrón de financiamiento y superciclo del mercado accionario entre 1982 y 1987.

Introducción
1. Nuevo papel de las relaciones financieras a partir de la crisis de 1982. 71
   1.1 Transformaciones de las relaciones financieras y estrategia de gestión de la crisis de deuda de 1982.
   1.2 El nuevo patrón de financiamiento.
   1.3 Aspectos legales de la reforma financiera.
2. Auge del mercado de valores y superciclo del mercado accionario. 1982-1987. 83
   2.1 Auge del mercado de valores
   2.2 El superciclo del mercado accionario
      a) La recuperación del mercado accionario 1983-1985.
      b) Del auge al superauge: desde enero de 1986 a octubre de 1987.
3. Reforma económica y relaciones financieras. 101

CAPITULO IV 109
Profundización de la reforma económica y modernización del sistema financiero: del crac accionario de 1987 al restablecimiento de la banca mixta en 1990.

Introducción
1. Resolución de la crisis de 1987 por medio de un pacto social y profundización de la reforma económica. 110
2. Los cambios del sistema financiero. 114
   2.1 Problemas del patrón de financiamiento conformado en el período 1983-1987.
   2.2 Las reformas al patrón de financiamiento entre 1988 y 1990.
3. La evolución del mercado de valores entre 1988 y 1990. 120
   3.1 Estructura de operaciones e instrumentos de financiamiento.
   3.2 La concentración en el mercado.
   3.3 Los inversionistas.
4. Las perspectivas del mercado de valores. 126

Anexo
Estructura del mercado en la bolsa mexicana de valores. 131

Bibliografía 155

ENSAYO de Antonio Gutiérrez Pérez: 159
La evolución de los mercados bursátiles en los ochenta. Una perspectiva internacionl.

PREFACIO

El tema central de este estudio, cuyos resultados presentamos a consideración de los lectores, es el mercado de valores en México, considerado en una visión de largo plazo que cubre el período 1970-1990 y en su interrelación con los grandes procesos de crisis y cambio de la estructura económica, la política económica y las modalidades de financiamiento a la acumulación*. Este trabajo constituye uno de los resultados de la investigación colectiva que los autores hemos venido realizando desde 1985, bajo el nombre Programa de Investigación: "Patrón nacional de acumulación y fracciones del gran capital en México", y cuyo desarrollo tuvo lugar en el Departamento de Economía de la UAM-Azcapotzalco.

Las preguntas centrales que orientaron el estudio son: ¿Qué vinculación entre el desarrollo de la crisis, la transformación del patrón de acumulación y la expansión de las relaciones financieras, explica la evolución que siguió el mercado de valores en el período de estudio?; ¿Cómo se puede caracterizar el papel limitado de dicho mercado en la orientación productiva de los fondos financieros?; ¿Qué nuevas condiciones se están dando para que el mercado de valores contribuya a la conformación de un nuevo patrón de acumulación en el país?.

* 1. El prolongado desarrollo de esta investigación sobre el mercado de valores, explica que hayamos dado a publicación diversos avances parciales, los que fueron presentados bajo autorías individuales o colectivas, dependiendo de los segmentos de trabajo concreto de que se tratara. Sin embargo, esta versión final del estudio es producto de una elaboración en equipo.

Sin pretender haber dado una respuesta suficiente a este complejo conjunto de interrogantes, con los resultados de este estudio aspiramos a contribuir al desarrollo del conocimiento sobre un campo de la vida económica nacional que hasta el momento no ha recibido el análisis debido.

Una breve consideración metodológica

Desde el punto de vista teórico, toda la investigación dentro del Programa "Patrón Nacional de Acumulación y fracciones del gran capital en México", incluyendo el presente estudio, se basa en la concepción de que los procesos de acumulación en Estados Nacionales, se cumplen según ciertas regularidades de largo plazo que permiten definir la existencia de patrones nacionales de acumulación.

Estas regularidades de la reproducción económica en el espacio nacional históricamente dado, están determinadas por la hegemonía en el control reproductivo del excedente que ejercen algunos de los agentes que participan en este proceso; poder económico que logran por la interrelación entre su participación en las actividades de producción, de mercado, financieras y de elaboración de políticas públicas. A esta articulación la llamamos control o pacto hegemónico.

De esto se desprende que no consideramos a los grandes agentes económicos dominantes (empresarios privados, estado), como si fueran agregados homogéneos que se relacionan unos con otros como categorías independientes. Por el contrario buscamos reconocer las heterogeneidades en cada uno de ellos y las interrelaciones entre fracciones de ambos que permitan comprender la composición del bloque social que ejerce la hegemonía mencionada más arriba.

Dentro de este concepto de patrón de acumulación, ocupa un lugar relevante la proposición de que las relaciones monetario-financieras no son neutras ni exteriores a este proceso económico con hegemonías. Por el contrario, los patrones financieros configurados en la interrelación de los circuitos monetarios, crediticio, fiscal y cambiario, resultan un espacio determinante para aquel proceso de control del excedente que caracteriza al patrón de acumulación; esto en la medida en que las relaciones financieras específicas establecidas en dichos circuitos permiten tanto un cierto modo de apropiación

del excedente como una modalidad especifica de su asignación a la reproducción del capital, al consumo y a la especulación.

Bajo condiciones de crisis del patrón de acumulación, las relaciones financieras, y en particular el mercado de valores, adquieren un predominio extraordinario pues posibilitan un acelerado proceso de centralización financiera de capitales. Esto explica el enfoque dominante en este libro para hacer el análisis de la crisis en México.

Por todo lo anterior, en nuestro estudio el mercado de valores debe ser considerado dentro del cuadro general del patrón de acumulación en el que está inserto; lo que significa comprender su lugar dentro del patrón financiero así como su significado en lo que se refiere a la conformación del modo de control del excedente que caracteriza a aquel patrón de acumulación.

Con este marco de referencia, a lo largo del libro distinguimos dos conceptos de comportamiento especulativo. Por un lado, el tradicional en todo mercado de valores, de alcistas y bajistas a la manera de Keynes en la Teoría General. Por otro lado, los comportamientos especulativos particulares del caso mexicano en dos dimensiones. La primera, observada en el mercado de dinero, donde los oferentes de fondos condicionan la colocación de los títulos de deuda pública a la obtención de tasas que representan un alto costo financiero para las finanzas públicas.

La segunda, observada en el mercado accionario, donde los ciclos explosivos de los precios de las acciones no guardan la correlación con el grado de eficacia y eficiencia del propio mercado. Su escasa eficacia para proveer financiamiento a la inversión productiva y su limitada eficiencia en cuanto a la difusión de la información y el ajuste oportuno de precios, disocian su evolución del ciclo económico general. Este segundo ángulo de la especulación está vinculado a la "delgadez" del mercado (las pocas empresas que cotizan); la baja bursatilidad del conjunto de las acciones; el alto grado de concentración de los intermediarios, y el reducido número de ahorradores.

La periodización del estudio

Para exponer los resultados del estudio hemos optado por una periodización –que al mismo tiempo explica la organización en capítulos

del libro– resultado de conjugar por una lado, las grandes fases en el desarrollo del mercado de valores; y por el otro las etapas fundamentales en la crisis del patrón de acumulación tradicional y la conformación de un nuevo patrón, incluyendo en ello las distintas etapas de política económica.

Entre estas diversas dimensiones de análisis que se interrelacionan en la periodización hay una vinculación compleja, lo que no permite una consideración lineal de las causalidades en que se relacionan. En ese sentido, puede decirse que las distintas políticas públicas han estado supeditadas a los avatares del proceso de crisis y transformación del patrón de acumulación, registrados desde 1970. Pero al mismo tiempo, estas políticas han sido un factor fundamental para la transformación estructural de dicho patrón. Y que el comportamiento del mercado de valores ha dependido muy fuertemente de las decisiones de política económica, particularmente las relacionadas con cambios en el sistema financiero, pero también ha condicionado en buena medida tanto a las políticas como al proceso de cambio estructural en el que estaba inmerso. Por ejemplo, en el período 1986 – 1987, cuando fue utilizado para tratar de inducir cambios sobresalientes en las relaciones de poder económico entre los diversos agentes del gran capital.

La periodización adoptada para nuestro estudio del desarrollo contemporáneo del mercado de valores en México con la perspectiva analítica adoptada, es la siguiente:

Un primer período que transcurre entre 1970 y 1977, y se define por el desarrollo del primer intento por reformar el patrón de acumulación del "desarrollismo" cuya crisis se había hecho evidente a fines de los sesenta; y la búsqueda de que el mercado de valores se constituyera en una modalidad alternativa de financiamiento para la inversión productiva.

Los intentos de reformar al patrón de acumulación no resultaron exitosos; y el mercado de valores tampoco se constituyó en la opción de financiamiento buscada puesto que predominó el carácter especulativo en la actividad de dicho mercado. En cambio, durante este período el mercado comenzó a configurarse como una opción para el financiamiento gubernamental de corto plazo.

El segundo período se desarrolla entre 1977 y 1982. El mismo está marcado por una serie compleja de procesos: un segundo in-

tento de reformar al patrón de acumulación tradicional bajo el empuje de los excedentes petroleros; el desarrollo de tensiones especulativas producto de la pugna por el control del excedente petrolero, lo que afectó seriamente al patrón monetario–financiero nacional; el desarrollo del conflicto en el bloque hegemónico ya iniciado en el período anterior; el incremento de la importancia relativa del sistema financiero en general, y del mercado de valores en particular, en la medida en que la pugna por el excedente a través de la centralización financiera fue una modalidad dominante de este proceso.

Este segundo intento de reforma tampoco tuvo éxito y terminó en un colapso de las condiciones de reproducción bajo el signo de la crisis de deuda externa; la tensión especulativa desembocó en la desestructuración del bloque hegemónico y del patrón nonetario-financiero, culminando con la nacionalización bancaria. El mercado de valores por su parte se había expandido notablemente como ámbito para el financiamiento gubernamental y el juego especulativo accionario; pero ya había entrado en una profunda crisis antes del estallido de 1982.

El tercer período es el que se desarrolla desde 1982 a 1987, caracterizado por el inicio de una profunda reforma estructural en la dirección de conformar un nuevo patrón de acumulación; junto con ello una readecaución del patrón de financiamiento conforme las nuevas condiciones que plantea la crisis de la deuda externa y la necesidad de restablecer las relaciones con el sector privado en general, y el financiero en particular. Esto se traduce en una redefinición del papel del mercado de valores dentro del proceso de modernización económica, por el cual este adquiere un creciente predominio en las relaciones de financiamiento público, al tiempo que sirve para un acelerado proceso especulativo accionario.

De conjunto, este proceso cumplido en el tercer período permite una recomposición de los grandes grupos privados, con un nuevo imbricamiento productivo-financiero y la formación de una nueva hegemonía en el control del excedente, lo que crea las bases del nuevo patrón de acumulación. Sin embargo, este período cierra con una crisis, tanto en la dinámica del nuevo patrón de acumulación ya que el país se encuentra en una profunda depresión interna y ante riesgos de graves desequilibrios, como en el sector financiero bloqueado por circuitos "perversos" asociados a la deuda pública interna; y en el

mercado bursátil, a consecuencia de los efectos adversos provocados por el quiebre de octubre de 1987.

El cuarto período de nuestro estudio es el que transcurre entre 1988 y 1990. En éste lo característico es la busqueda de iniciar una fase de crecimiento con estabilidad bajo la lógica del nuevo patrón de acumulación. Esto obliga a una reforma del sistema financiero para readecuarlo a las exigencias planteadas por este objetivo de crecimiento en el contexto de la apertura y la globalización económica. Se readecúan las relaciones entre banca y bolsa; se reforma el régimen de la banca y se retoma la idea de que el mercado de valores pueda contribuir de modo significativo al financiamiento de la acumulación productiva bajo el influjo de los grupos financieros y la banca universal. Este período actualmente en curso, deja fuertes interrogantes sobre las perspectivas de consolidación del nuevo modelo económico y de la reforma financiera.

Tres advertencias al lector

Antes de concluir este prefacio corresponde que hagamos al lector tres advertencias sobre el texto que le ofrecemos.

La primera se refiere al alcance temporal de este estudio. El cuerpo central del mismo cubría el período 1970-1989, y como tal estaba prevista su publicación. Sin embargo, en 1990 se produjeron hechos de gran importancia en nuestro campo de investigación; esto nos obligó a demorar la publicación del material, para intentar integrar estos fenómenos recientes sobre la evolución del mercado de valores y los cambios en el patrón de acumulación dentro de nuestro cuadro interpretativo.

La rapidez de las transformaciones y la complejidad de los procesos que se desarrollan sólo nos permitieron considerar estos fenómenos ocurridos en 1990 en sus aspectos más generales y relevantes para nuestra hipótesis central: la de que el desarrollo del mercado de valores debe ser comprendido sin dicotomías; es decir, reconociendo la interrelación dinámica entre ese proceso del mercado de valores con el desarrollo y las transformaciones tanto de la estructura económica en el país, como de las estrategias de política económica

pública. Según argumentamos en el libro, creemos que las tendencias que se desprenden de los fenómenos económicos y financieros recientes son consistentes con dicha hipótesis, confirmando en lo general la validez de la misma.

La segunda advertencia que debemos realizar se refiere al espacio económico en el que se ubica el estudio y su efecto sobre la particular configuración de este libro. Los objetivos que nos fijamos al abordar este estudio colectivo, nos llevaron a la decisión de limitar el análisis sólo a los fenómenos que se presentaban en el ámbito nacional. Sin embargo, esto no suponía desconocer las interrelaciones con la economía y las finanzas internacionales en las que se cumplen estos procesos nacionales, así como el carácter determinante de esta interrelación para la comprensión del conjunto de los fenómenos presentados.

Afortunadamente, para cubrir este aspecto del estudio nos hemos beneficiado de un prolongado aunque informal intercambio de ideas con el Dr. Antonio Gutiérrez, quien dirige un programa de investigación sobre las finanzas internacionales, en la División de estudios de postgrado en Economía de la UNAM.

Este intercambio nos llevó a solicitarle al Dr. Gutiérrez que participara en nuestro libro como ensayista invitado, preparando un trabajo sobre la evolución de los mercados bursátiles en una perspectiva internacional; esto con el fin de brindar al lector los elementos de contexto bursátil internacional para el problema que representa la materia central del libro.

Agradecemos al Dr. Antonio Gutiérrez su valiosa colaboración, con la que creemos haber cubierto muy positivamente lo que de otra forma hubiera representado una limitación relevante de esta publicación. En consecuencia con lo indicado, es preciso subrayar que los análisis sobre la evolución del patrón de acumulación y el mercado de valores en México durante los últimos veinte años sólo son responsabilidad de los autores del libro.

La tercera advertencia se refiere al modo en que hemos organizado la exposición de nuestro análisis sobre el mercado de valores en México. Para facilitar la comprensión de nuestra interpretación del problema estudiado, hemos reducido al mínimo posible el abordaje de aspectos técnico–bursátiles en el cuerpo central del libro. En el Anexo el lector podrá encontrar una consideración minuciosa de la

evolución del mercado, su contribución al financiamiento de la economía y su peso relativo respecto a la banca.

Agradecimientos

Para concluir, queremos hacer explícito que estamos en deuda con múltiples personas que contribuyeron con sus críticas y sugerencias al desarrollo de este proyecto. Ante la imposibilidad de mencionar a todas ellas, queremos hacer algunos reconocimientos particulares: Pedro Bustos, quien con su conocimiento del funcionamiento del mercado de valores mexicano contribuyó de manera determinante para precisar aspectos prácticos y estadísticos en la fase inicial de la investigación; Jorge Schvarzer (CISEA- Buenos Aires) quien a través de sus comentarios, críticas y sugerencias metodológicas así como mediante sus escritos nos orientó en los lineamientos centrales del estudio; Bernard Schmitt (U. de Borgogne), quien benefició a algunos de nosotros con sus profundas reflexiones teóricas sobre la moneda, el crédito y la dinámica económica, y nos abrió interrogantes que influyeron centralmente en este estudio; Laurence Harris (Open University-Londres) quien no sólo nos aportó su sólido conocimiento de teoría monetaria sino principalmente nos enriqueció con sus reflexiones sobre el papel de los sistemas financieros en las economías del tercer mundo; Juan Castaingts por sus estudios sobre dinero y circuitos financieros; y Ernesto O'Farril Santoscoy, el cual, desde un enfoque teórico–metodológico completamente distinto, nos ayudó a ubicar los excesos y las imprecisiones. Obviamente, ninguno de los colegas mencionados es partícipe de nuestros desaciertos.

Salvador de León elaboró el sistema de información para el conjunto del programa de investigación; Wilbert Santamaría computarizó la base de datos y los primeros avances de esta investigación; Octavio Ortiz e Irma Alicia Martínez Sánchez finalizaron esta labor completando la última versión del trabajo.

Marta Aguilar, Angélica Suárez, Adelaida Hernández, Ma. Eugenia Mendoza, Berta Mendoza, Lourdes Vertiz y Verónica Sánchez tuvieron a su cargo los trabajos de mecanografía de diversas partes del manuscrito.

Por último, los Mtros. Lucino Gutiérrez, Julián Ortiz y Edmundo Jacobo, como jefes del Departamento de Economía; el Mtro. Luis Gerardo Ize, la Dra. Sylvia Ortega y el Lic. Jorge Fernández, en su carácter de Directores de la División de Ciencias Sociales y Humanidades de UAM Azcapotzalco, nos proporcionaron los apoyos necesarios para concretar este trabajo.

Los Autores
México, Noviembre, 1990.

CAPITULO I

Crisis del patrón de financiamiento del Desarrollo Estabilizador e impulso al Mercado de Valores, 1970-1977

INTRODUCCIÓN

Hasta la primera mitad de los años setenta el mercado de valores era un componente poco significativo del sistema financiero nacional. El agotamiento del desarrollo estabilizador y sus efectos desarticulantes sobre el patrón monetario-financiero, fueron las circunstancias en las que se impulsaría la modernización de la bolsa para que se constituyera en una modalidad alternativa de financiamiento a la acumulación.

Las reformas legales al mercado de valores llevadas a cabo durante este período se inscriben en el más amplio contexto de las políticas gubernamentales del momento –incluida la reestructuración bancaria–, que intentaron impulsar el paso a lo que se vislumbró como un desarrollo compartido durante la administración Echeverría.

En un horizonte retrospectivo de largo plazo, el desarrollo estabilizador fue el momento maduro del patrón nacional de acumulación configurado desde la segunda postguerra, cuyos rasgos dominantes pueden resumirse en la sustitución de importaciones, la expansión del mercado interno y una modalidad específica de intervención estatal en la economía. Con el agotamiento de este patrón en la segunda mitad de los sesenta se evidencian rasgos de una cri-

sis estructural en dicha modalidad de acumulación, los que fueron enfrentados con reformas dentro de la misma lógica de este patrón económico, en las que ocuparon un papel relevante las modificaciones en los modos financieros de control del excedente.

El mercado de valores fue un elemento representativo de las tendencias que siguieron tales reformas, y jugó con ellas un papel central en las características, las contradicciones y las perspectivas del mencionado proceso de transformación del patrón nacional de acumulación.[1]

Dentro del marco mencionado, en este capítulo se analizan algunos de los factores y propósitos que alentaron esta primera modernización del mercado de valores mexicano realizada durante el período 1970-1977.

Para ello, en el primer apartado se describen a grandes rasgos las modalidades con las que se financiaba a la acumulación de capital en el patrón de acumulación del "desarrollo estabilizador". En el segundo apartado se explican los cambios de la economía nacional ocurridos al inicio de los años setenta y que contextualizan las reformas bancarias y bursátiles realizadas en el período. En el tercero se exponen las intenciones de las reformas aplicadas al mercado de valores conforme a lo planteado explícitamente en las iniciativas de Ley corespondientes, y algunos de los efectos que resultan de ello. Por último en el cuarto apartado, se revisan las condiciones que limitaron el desarrollo bursátil a pesar de las innovaciones que procuraban estimularlo, y se asientan algunas conclusiones de tipo general.

[1] Cabe señalar que la noción de "control del excedente" comprende los mecanismos de producción y asignación de dicho excedente entre distintas fracciones del capital; este control es resultado tanto de la formación de la relación de precios de costo a precio de venta en la competencia como de procedimientos que se desarrollan fuera de los mercados tales como los subsidios y transferencias por parte del gobierno. Tal concepto intenta articular las relaciones productivas con las de distribución en un estado dado de la reproducción capitalista, teniendo en cuenta que la noción de "excedente" se refiere a una magnitud que es creada como resultado de las relaciones sociales de producción globales entre capitalistas y trabajadores, y controlado en un estado nacional determinado. Dicha apropiación y asignación del execedente se realiza con base en los circuitos dinerario-crediticios (bancarios, fiscales, cambiarios, interempresariales y salariales). En este trabajo nos centramos en el control del excedente que se logra a través de los circuitos bancarios y bursátiles, teniendo como referencia los circuitos fiscales y cambiarios, y haciendo abstracción de los interempresariales y salariales

1. El patrón de financiamiento del Desarrollo Estabilizador

El llamado desarrollo estabilizador se fincó en un sólido pacto entre las fracciones dominantes del capital y del gobierno, respecto a la creación y los usos del excedente en el país.[2]

Dicho pacto involucraba, por un lado, a la alta burocracia financiera del gobierno que dirigía la Secretaría de Hacienda y el Banco de México; y por el otro, la banca privada nacional, el capital extranjero con inversiones directas y los grandes capitales nacionales de la industria y el comercio.

En el plano financiero eran hegemónicos dentro de este bloque la burocracia de Hacienda y del Banco de México, y la gran banca privada.[3] La banca pública nacional y los organismos multinacionales de crédito jugaron un papel especial pero supeditado dentro de este pacto. Por ejemplo, las instituciones nacionales de crédito funcionaban como banca de promoción y desarrollo, otorgando créditos pero sin realizar una captación relevante en el mercado local.[4]

Bajo esta hegemonía fue posible durante la década de los sesenta mantener estables los precios, las tasas de interés y el tipo de cambio; y pudo conformarse un patrón de financiamiento de la acumulación que era funcional a las necesidades reproductivas de esta modalidad de industrialización sustitutiva.

Las fundamentales relaciones financieras que caracterizaban a dicho patrón de financiamiento eran las siguientes:

En relación al exterior, se estableció una estrategia de libertad cambiara y de flujos de capitales así como de inmovilidad del tipo de cambio que garantizaba la confianza de los inversionistas respecto al riesgo devaluatorio. Sobre esta base se obtenían divisas por medio de los créditos de la banca de desarrollo pública internacional, el ingreso de divisas por exportaciones y la inversión extranjera directa. Estas divisas se aplicaban al financiamiento de la inversión fija privada y para la realización de obras de infraestructura por parte del Gobierno.

En el interior del país, se desarrolló una estrategia de tasas de in-

[2] Garrido y Quintana (1985)p. 4; Garrido (1988).
[3] Tello (1984)pp. 42 y 43.
[4] *Ibid.* p. 31.

terés reales positivas para alentar a los capitales a que permanecieran en el mismo. El gobierno operaba con una estrategía de presupuesto deficitario; pero con el fin de evitar procesos inflacionarios, este déficit no era financiado con emisión primaria sino que las fuentes de su financiamiento eran el encaje bancario y la emisión de títulos de deuda garantizados a la par.

Por su parte las grandes empresas se autofinanciaban con base en una elevada tasa de reinversión de utilidades,las que estaban favorecidas por una estructura fiscal complicada, de baja incidencia para el capital, y socialmente regresiva; en menor medida utilizaban el crédito bancario interno para el financiamiento de corto plazo.

Por último la demanda de bienes de consumo durables, que representaban el segmento dinamizador del patrón industrial, era financiada mediante créditos otorgados por sociedades financieras o por las propias empresas.

Este patrón de financiamiento generaba una particular relación entre banca privada nacional y gobierno, en la que la primera tenía un gran poder, porque centralizaba y distribuía la mayor parte de los flujos dinerarios privados; esto porque gozaba de un mercado protegido debido a que la banca extranjera estaba excluida de participar en el mercado financiero nacional, y porque al mismo tiempo, manejaba a discreción los fondos que llegaban del extranjero, tanto los que captaba directamente como los que ingresaban por mediación de la intermediación financiera del sector público.[5]

A cambio de esta situación privilegiada, la banca privada nacional suministraba al gobierno los recursos que éste necesitaba para financiar su déficit, vía encaje legal y crédito. Conforme a la lógica de este patrón de financiamiento, el gobierno no podía obtener estos recursos de otras fuentes como la tributaria o la venta de bienes y servicios, ya que estos fondos estaban destinados a estimular la inversión de capital vía subsidios y transferencias; y porque como hemos dicho el fundamento de la estrategia estabilizadora excluía la emisión primaria como modo de financiamiento por sus efectos inflacionarios.[6]

Dentro de este esquema financiero el gran capital industrial y comercial privado nacional crece durante la década de los sesenta

[5] *Ibid.* p. 32.
[6] *Ibid.* p. 43.

asociado a las empresas transnacionales, subsidiado por el Estado y en articulación con el capital bancario. Esto último bajo tres modos: absorbiendo bancos privados, fusionándose con ellos o manteniéndose independiente de los bancos pero bajo el trato de cliente preferencial de los mismos.

Asi, con el mencionado patrón de financiamiento a la acumulación se produjo una elevada concentración en "los polos de captación de recursos financieros, precisamente en los grupos que controlan e impulsan al sistema de mostrador".[7] Es decir, los grupos bancario-industriales y bancario-comerciales a los que se conoció luego como los "grupos financieros". Con ello se constituía una amalgama de intereses cuya reproducción se cumplía bajo la lógica del gran capital, con núcleo y liderazgo de las instituciones privadas de crédito en el control del excedente mediante los circuitos financieros.

En este cuadro, el mercado de valores era muy poco relevante como espacio de financiamiento para la acumuluación productiva, lo que se evidenciaba en la reducida operación de acciones empresariales dentro del mismo; la mayoría de los instrumentos operados en este mercado eran los títulos de deuda pública y las obligaciones privadas.

Las operaciones del mercado de valores eran efectuadas por cuatro tipos de intermediarios: los departamentos de valores de algunos bancos; las sociedades que operaban como casas de bolsa; y los agentes de bolsa.

En lo que respecta a casas y agentes de bolsa, sus ingresos más cuantiosos provenían de operaciones realizadas para intermediarios no bursátiles, dado que las primeras dependían de los bancos y los segundos operaban sus mayores volúmenes por cuenta de las sociedades financieras. En el caso de los fondos de inversión estos "han sido utilizados como instrumentos auxiliares de financiamiento de grupo. Esto es, el grupo bancario-industrial que controla la concesión, se vale del fondo colocándole paquetes de acciones de sus propias empresas, las que en muchos casos no son ni abiertas ni bursátiles".[8]

De conjunto, éstos eran unos pocos intermediarios privados que para fines de los sesenta se encontraban dominados por los principales bancos. Visto este poder de los grandes bancos privados y dada

[7] Caso (1971)p. 7.
[8] *Ibid.* p. 71.

la mencionada interrelación de éstos con las grandes empresas industriales y comerciales, no es difícil comprender porqué la ulterior modernización de la parte no bancaria del sistema financíero, y en particular de la intermediación bursátil, tendería a favorecer en particular las necesidades de crecimiento de los grupos financieros de capital privado.

Este patrón de financiamiento funcionó adecuadamente durante los sesenta, asegurando que las relaciones financieras reciclaran el excedente hacia la valorización productiva del capital bajo las condiciones dadas. Sin embargo, las contradicciones del patrón de acumulación productiva hicieron imposible sostener esta lógica financiera.

En lo que se refiere al sector externo, existían diversos factores de desequilibrio. En primer lugar, los provocados por el progresivo debilitamiento de las actividades exportadoras frente al incremento de la actividad importadora que surgía de la modalidad de acumulación; esto significó que al reducirse relativamente el flujo de divisas obtenidas por concepto de exportaciones, fuese necesario financiar crecientemente las importaciones publicas y privadas a través del endeudamiento externo.

Por otra parte, había desequilibrios financieros provocados por la evolución de las empresas transnacionales, las que inicialmente habían generado entradas positivas de divisas por inversiones directas. Pero luego comenzaron a financiarse con base en la contratación de préstamos externos y al mismo tiempo, comenzaron a remitir utilidades y regalias a sus matrices sin reinvertir productivamente sus ganancias. En consecuencia, se volvieron progresivamente deficitarias en sus relaciones con el exterior, tanto por lo que se refiere a sus balances comerciales como por los saldos entre salidas por pagos factoriales e ingresos de capital fresco al país.

En lo que hace a la dinámica de la economía interna, se comenzó a observar la reducción en el ritmo de crecimiento de la inversión privada y el aumento de las presiones inflacionarias; junto con ello se producía la creciente colocación de los excedentes generados por la actividad productiva en los circuitos financieros no bancarios nacionales o remitidos fuera del país, debido a las dificultades para incrementar la inversión productiva dentro de las condiciones de demanda y rentabilidad relativa que eran propias del patrón de acumulación tradicional.

La remisión de capitales al exterior comenzó a afectar la captación bancaria, con lo que se estrechaba el margen de maniobra existente para hacer frente a una creciente demanda de financiamiento por parte del sector público y de los grupos de altos ingresos insertos en un patrón de consumo dinámico y sofisticado.

A consecuencia de los distintos desquilibrios económicos mencionados se contrajeron los fondos que posibilitaban el financiamiento de la acumulación, lo que presionó al gobierno a buscar cada vez más préstamos externos; y en un contexto manifiesto de presiones inflacionarias, condujo a elevar las tasas de interés con el fin de fomentar el ahorro interno y externo así como para retener los capitales en el país. Sin embargo, esto alentó las tendencias inflacionarias y recesivas, lo que significó para las empresas que sus costos financieros en pesos se elevaran. En consecuencia, dado que persistía un tipo de cambio fijo, las grandes empresas acudieron progresivamente al expediente de financiarse con base en deuda externa.

A lo anterior hay que añadir el hecho de que los ya mencionados requerimientos decrecientes de inversión y producción generados por el menor ritmo de la actividad económica, hizo que las empresas más concentradas y con gran capacidad de generación de flujos de efectivo se encontraran con fondos disponibles que no se canalizaban a la inversión productiva. Esto las colocaba en la necesidad de encontrar una alternativa para estos fondos; la disyuntiva fundamental era invertir los fondos en el sistema financiero nacional o remitirlos al exterior para que se valorizaran financieramente en algunos de los grandes mercados del extranjero. Esto se convirtió en un factor adicional de incremento de la tendencia especulativa financiera y de desequilibrio cambiario.

De conjunto, a fines de los sesenta la agudización de los desequilibrios externos e internos abrieron las puertas a la especulación financiera y cambiaria, marcando la pauta que seguiría la crisis y transformación del patrón nacional de acumulación vigente.

2. Las razones del cambio en el patrón de financiamiento durante la administración Echeverría

Las contradicciones del patrón de acumulación del desarrollo estabilizador al finalizar la década de los sesenta reflejaban el hecho de

que este había entrado en una fase de agotamiento, tal como se evidenció en los desequilibrios del sector externo, la crisis agrícola y la contracción en el ritmo de crecimiento de la actividad económica. En consecuencia, se hacía necesario enfrentar transformaciones estructurales profundas en el patrón de acumulación que permitieran mantener la dinámica expansiva de la economía en el contexto de las condiciones de la economía mundial y del desarrollo alcanzado por el país.

Estos cambios estructurales que exigía la crisis del patrón del desarrollo estabilizador no podían separarse de modificaciones en el modo como se articulaban y reproducían las fracciones del capital y el Estado, por lo que esta crisis implicaba necesariamente la transformación de las relaciones de hegemonía, su contenido y su forma.

Asimismo esta necesidad de reforma debía manifestarse también en el sistema financiero tanto por las dificultades ya señaladas, como porque las transformaciones estructurales de la economía debían acompañarse de cambios en los mecanismos y las reglas de repartición financiera del excedente entre las distintas fracciones de capital.

Sin embargo, todo esto no es asumido así por los actores dominantes del proceso quienes manifestaron gran rigidez para asumir la necesidad de la transformaciones estructurales planteadas.

Aquel agotamiento del patrón de acumulación significó una reducción relativa del excedente económico controlado en el país; lo cual se tradujo en el inicio de una pugna entre las fracciones dominantes por el control de los montos relativamente reducidos de excedente, provocando fisuras en el pacto hegemónico. Por otra parte y conforme a las condiciones, la crisis estructural se manifestaba como generada, por un lado, por restricciones financieras externas y, por el otro, por los déficit de demanda interna que surgían de la modalidad vigente en la distribución del ingreso.

En consecuencia, tanto por la resistencia al cambio de los actores dominantes, como por la pugna entre ellos provocada por la reducción relativa del excedente que ponía en discusión el patrón de apropiación vigente, y por la existencia de causas financieras externas y de distribución del ingreso, se enfrentó este agotamiento del patrón de acumulación con la tesis de que que era posible mantener el estilo de desarrollo aplicando reformas al modelo existente.

Esto fue lo que intentó el gobierno de Echeverría al promover el paso del desarrollo estabilizador al desarrollo compartido.

Ese carácter "compartido" con que se calificó el proyecto no sólo expresaba que se pretendía redistribuir la riqueza hacia sectores más amplios de la sociedad y eliminar así un factor que frenaba la reproducción ampliada de la demanda y la oferta internas. También reflejaba el hecho de que una inversión privada en descenso justificaba una acción más decisiva del Estado en algunas áreas de la producción, estimulando especialmente ciertas ramas, como las industrias productoras de bienes intermedios y de capital, que habían quedado rezagadas con respecto al dinamismo de las ramas de bienes de consumo duradero.

En el marco de su proyecto reformista, el gobierno se comprometió en ambiciosos programas de inversión (siderurgia, nucleoelectricidad, infraestructura, transporte, riego, puertos industriales) y en gasto de bienestar social (creación de empleo, vivienda, subsidios al consumo básico, aumento salariales).

Una reforma estructural de la dimensión señalada requería disponer y movilizar una cantidad considerable de recursos. Tres eran los destinos principales de dichos fondos.

Primero, solventar el intervencionismo creciente y reordenador por parte del sector público; segundo, saldar el deterioro externo pagando las importaciones de los bienes de capital que hacían falta para profundizar la sustitución de importaciones, de los alimentos que escaseaban, y generando las divisas necesarias para asegurar las remesas por regalías y utilidades que transferían a sus matrices las empresas transnacionales; y tercero, proveer los recursos y mecanismos que reanimaran a la inversión privada y que facilitaran la reasignación de esta última en términos del propio proyecto innovador.

Pero el mencionado descenso en el ingreso de divisas por concepto de exportación de servicios y mercancías debilitaba la capacidad de la economía en su conjunto para importar y para financiar el gasto y el déficit público, configurando una restricción financiera externa que se caracterizó en la administración Echeverría como limitante fundamental para continuar con el estilo de desarrollo llevado en los sesenta. Esto se agravaba si se consideraban las presiones inflacionarias internas y la inestabilidad monetaria, la recesión y el proteccionismo comercial que comenzaba a padecer la economía

mundial. De conjunto, esta restricción financiera conducía a incrementar al endeudamiento externo.

Este patrón de financiamiento del desarrollo estabilizador había sido más insuficiente e inadecuado para resolver el problema. En particular, el sector bancario, predominante en el sistema financiero, mostraba rigideces que lo hacían aparecer como incapaz de secundar el resto de transformaciones requeridas, conduciendo a una suerte de bloqueo financiero que se convertía en un elemento adicional de inestabilidad.

En primer lugar, las características que volvían inoperante al sistema financiero se evidenciaban en las dificultades que se observaban para atender la tendencia alcista en la participación del sector público en el financiamiento total del sistema (de 10.5% en 1962 a 24.2% en 1970 y hasta 29% en 1976). Esto mostraba que para gestionar la reforma del modelo de desarrollo el gobierno necesitaba mayor laxitud en la cantidad disponible y el manejo de los fondos financieros. Dicho aumento se financiaba por el lado bancario mediante el intento de elevar el encaje legal y por el no bancario en la colocación de obligaciones financieras. Pero la caída de la captación bancaria constreñía las condiciones para seguir acudiendo a este sistema como fuente de financiamiento público, aunque se elevara el encaje, toda vez que la masa total a la que se aplicaba el encaje era relativamente menor.

En segundo lugar, había crecido enormemente el grado de concentración bancaria. Mientras en 1960 el 75% de los recursos totales eran controlados por 37 bancos, diez años después el mismo porcentaje lo tenían 27 instituciones. En esta última fecha, ocho de ellas manejaban el 60% de los recursos. En consecuencia, el oligopolio bancario tenía mucho poder y oponía resistencias crecientes al propósito reformador del gobierno.

En tercer lugar, había que incrementar la eficiencia de la planta productiva nacional a fin de solucionar las carencias estructurales y elevar la competitividad internacional de la economía nacional; esto conducía a ampliar o establecer nuevos espacios de valorización para el capital, especialmente para el nacional, dado el ánimo de patriótico reformismo que imperaba entonces en la esfera pública.

Sin embargo, desde fines de la década de los sesenta había indicios de que el sistema bancario desatendía las necesidades de re-

producción más equilibrada del capital productivo. En particular, el financiamiento otorgado parecía aplicarse prioritariamente a las actividades más rentables (producción, comercialización y consumo de bienes para los grupos de altos ingresos) dentro de lo cual y no por casualidad los propios bancos tenían intereses asociados o estaban colocadas las empresas transnacionales.

En consecuencia el patrón de financiamiento configurado en los sesenta constituía en dos sentidos un obstáculo para la reforma. Por una parte, dificultaba la posibilidad de financiar en la medida necesaria a las ramas industriales y agrícolas rezagadas y las transformaciones necesarias en la infraestructura; por la otra, porque obstruía la emergencia de nuevas fracciones del capital. Así, tanto en el nivel macro como en el microeconómico, dicho patrón financiero impedía la diversificación económica y empresarial.

Por otro lado, debido a las razones indicadas más arriba el sistema tendía a ser altamente líquido y sensible a los desequilibrios económicos. Por eso, los capitales industriales y los propios bancos de depósito y ahorro, aprovechaban los vínculos patrimoniales que había entre ellos y con otras instituciones, reciclando sus recursos hacia títulos financiero. Los bonos, obligaciones, certificados y acciones de instituciones hipotecarias y financieras van sustituyendo a los depósitos a plazo y a la vista.[9]

Mientras que los recursos totales de las instituciones de crédito en 1949 (4,705.7 millones de pesos) se distribuían 78.4% en depósitos y ahorro, 17.7% en financieras y 3.9% en hipotecarias; para 1968 (99,694.3 millones de pesos de recursos totales) correspondían 42.9% a depósitos y ahorro, 46% a financieras y 11.1% a hipotecarias. La reducción relativa de los recursos de las instituciones de depósito y de ahorro frente a las financieras, se debía a "las atractivas características de liquidez y rendimiento que han venido disfrutando sus pasivos y a la fuerte demanda de recursos que los grupos financieros ejercen para sus propias industrias".[10]

También se registra una tendencia hacia la reducción de los plazos de contratación y vencimiento de los títulos, lo cual sugiere dos tipos de operaciones: el menor uso de los recursos como capital de préstamo de largo plazo; y una inducción hacia la creación del mer-

[9] Cardero (1984) pp. 120 y 121.
[10] Caso (1971) pp. 168 y 169.

cado secundario, deudas sobre deudas, en detrimento de la función de financiamiento a la inversión productiva que debía cumplir el sistema de crédito.

En 1968, del total de recursos (106,932.7 millones de pesos) del sistema financiero (instituciones de crédito, aseguradoras y afianzadoras) el 5.3% estaba colocado en acciones en general o de servicios diversos; y sólo el 2.2% estaba colocado en acciones industriales, lo que muestra que esta modalidad de financiamiento de las empresas industriales era muy reducido dentro del cuadro de sus necesidades dinerarias.

En síntesis, el progresivo estancamiento de la economía y la llamada "huelga" de inversión privada aparecen como los factores fundamentales para explicar la trayectoria especulativa que después caracterizaría nítidamente al sistema financiero mexicano. Este ámbito se constituía ya como un espacio de valorización más redituable que el productivo, y destacaba por tanto como una novedosa área en la cual disputar el excedente social disponible.

La situación generada bajo el patrón financiero existente restringía el margen de acción que tenía el Estado frente al gran capital nacional y extranjero. En especial con este último pues, dadas las circunstancias, debía acudir cada vez más al endeudamiento externo.

Es evidente que el poder que la banca privada obtenía por esta situación amenazaba la capacidad estatal de dar cauce a la reforma y, más grave aún, si se presentaba la ocasión, que no estaba lejana en un contexto de crisis, podía dislocar la estructura económica y la viabilidad misma de la acumulación.

3. Las diversas reformas financieras que desembocan en la creación de la Bolsa Mexicana de Valores en 1975*

Es en el contexto de las tensiones financieras generadas con el agotamiento del desarrollo estabilizador y al volverse imprescindible aplicar correctores a las tendencias que lo habían caracterizado,

* La Bolsa Mexicana de Valores S. A. de C. V. (BMV) resulta de la fusión acordada en 1975 por los socios de la Bolsa de Valores de Occidente, la Bolsa de Valores de Monterrey y la Bolsa de Valores de México, a fin de eliminar la fragmentación regional del mercado de valores. Sin embargo, la misma Ley de 1975 permite que existan otras bolsas. (Hernández y Mercado, 1984).

cuando aparecen las condiciones que otorgarían vitalidad al mercado de valores en México, hasta el punto de que en 1975 se promulgaría su nueva Ley. Tres necesidades se combinaron para la reforma financiera: subsanar la falta de capitales para continuar el desarrollo y la integración de la industria nacional; tener fuentes opcionales de financiamiento ante el previsible estrangulamiento externo; y crear un contrapeso al poder del duopolio bancario (Banco Nacional de México y Banco de Comercio).

El panorama distorsionado y limitante que se ha expuesto, al mismo tiempo que la silenciosa pero creciente pugna entre el gobierno y la banca privada, parece haber sido principalmente lo que estuvo detrás de la secuencia de reformas parciales al sistema financiero que desembocaría en la creación de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y la conversión de la banca comercial en banca múltiple.

La modificación de 1970 a la Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares tuvo la intención manifiesta de enfrentar "los fenómenos de irregularidad que recientemente se han presentado y que de no controlarse oportunamente podrían desvirtuar no sólo el sano desarrollo de la banca sino atentar contra su propia firmeza y estabilidad"; tal intención se realizaría con "ajustes de tipo estructural a nuestro sistema financiero": suprimir las sociedades de ahorro y préstamo, limitar los créditos a las empresas controladas directa o indirectamente por extranjeros y sus inversiones en valores, restringir las operaciones especulativas de algunos bancos, fusionar organismos reguladores; y de manera relevante, legalizar a "los llamados grupos financieros, que consisten en la asociación unas veces formal y otras sólo informal de instituciones de crédito de igual o diferente naturaleza imponiéndoles, a cambio, la obligación de seguir una política financiera coordinada y de establecer un sistema de garantía recíproca en caso de pérdida de sus capitales pagados".

Asimismo en dicha modificación se suprimieron las sociedades de ahorro y préstamos debido a que tales "instituciones no han tenido un desarrollo satisfactorio dado que su forma de captar recursos no constituye un canal adecuado de ahorro público y sus operaciones se han venido reduciendo progresivamente (...) ni están acordes con la actual etapa de nuestro desarrollo financiero (...) el resto de las instituciones financieras han ofrecido al ahorrador una amplia gama

2893499

de instrumentos de captación de recursos que producen rendimientos más equitativos y seguros".

También se establecieron otras medidas, como la necesaria autorización de Hacienda para que algún particular controlara el 25% o más del capital social, y la posibilidad de veto por parte de las autoridades al nombramiento de los administradores, las cuales tenían por finalidad la de garantizar "la calidad moral adecuada y el suficiente conocimiento técnico" de los funcionarios bancarios y la solvencia de las instituciones. Otras aumentaban la penalidad por las faltas ya que "se ha observado que algunas instituciones bancarias sólo conservan la concesión con propósitos especulativos, sin impulsar adecuadamente sus operaciones de captación de recursos y otorgamiento de crédito a una clientela suficientemente diversificada".

Asimismo la función de la Comisión Nacional Bancaria y la de Seguros sería la de hacer más eficiente "la tarea de preservar la solidez y propiciar el sano desarrollo del sistema financiero".[11]

A esto siguieron las reformas al sistema monetario financiero nacional decretadas en 1973 y 1974, las que reflejaron las presiones derivadas de la crisis internacional (recesión, tasas de interés al alza y tipos de cambio inestables, expansión de los euromercados), tanto como de los procesos internos que se agudizaban: inflación, desintermediación y especulación bancaria, caída relativa de la inversión privada, creciente déficit público, endeudamiento externo y centralización de capitales.

Los cambios de 1973 tuvieron como finalidad inducir más seguridad y sanidad al sistema, agilizar y unificar sus mecanismos de operación y aclarar las facultades de regulación de las autoridades. Destacan entre ellos: a) la posibilidad de que las instituciones nacionales establezcan sucursales o agencias en el extranjero, o inviertan en acciones o participaciones en el capital social de entidades financieras del exterior, "dada la tendencia de crecimiento de nuestras transacciones internacionales y la conveniencia de apoyar las exportaciones". En cambio, "como no es aconsejable que instituciones financieras del exterior capten nuestro ahorro interno (...) se suprime la posibilidad" de que establezcan aquí sucursales, permitiendo tan sólo oficinas de representación; b) la autorización a las instituciones de crédito para invertir en acciones de sociedades que presten servi-

[11] Diario Oficial. Enero 29 de 1970.

cios o que realicen operaciones complementarias o auxiliares, y c) se insiste también en que las "autoridades (...) procurarán un desarrollo equilibrado del sistema (...) con el propósito de evitar la excesiva concentración de recursos".

Además posibilitan los depósitos en moneda extranjera dentro del sistema financiero nacional.

En cuanto al establecimiento de la banca múltiple, la nueva disposición parece resultar más de presiones económicas y políticas que de la intención de mejorar el servicio a la clientela, buscar economías externas y ahorrar en costos que supuestamente derivarían de la integración técnica y administrativa.[12]

La exposición de motivos de esta iniciativa es una larga argumentación acerca de la necesidad de imprimir un mayor contenido participativo y productivo a las modalidades del financiamiento, necesidad apremiante en el marco de las reformas estructurales y la crisis financiera internacional.

Así se argumenta que "el ejercicio de la banca y crédito es un servicio con carácter de interés público", basado en la necesidad "de imprimir al proceso democrático un contenido económico", y que, por tanto, "para que el ahorro de los mexicanos pueda convertirse en auténtico generador de nueva riqueza"; para que la "transferencia de ese ahorro hacia su inversión productiva tenga un mayor grado de eficiencia que cuando estos ahorros se pretenden aplicar por canales extrabancarios, en forma desorganizada" –dice el titular del Ejecutivo–, "la administración a mi cargo se ha empeñado en introducir gradualmente las reformas legales necesarias, para lograr el avance institucional de la estructura financiera del país y dar a ésta, y en particular al servicio público bancario, un auténtico sentido social". En particular, cuando "las crisis que prevalecen en los mercados internacionales financieros" han obligado "a fortalecer la estructura y el financiamiento de los sistemas bancarios", y cuando "la nueva etapa del desarrollo compartido" exige "seguir readaptando nuestras instituciones", ha llegado el momento de incorporar a la legislación bancaria la posibilidad de funcionamiento de la banca múltiple"; esto porque "la dinámica de la realidad resultó en el surgimiento de grandes grupos financieros que adquirieron una situación competitiva que ha redundado en una concentración excesiva de re-

[12] Diario Oficial. Enero 3 de 1974 y enero 2 de 1975.

cursos en un número muy reducido de grupos financieros limitando el desarrollo de las instituciones bancarias aisladas de tamaño pequeño".

Por eso, "lejos de fortalecer a grupos privilegiados o de incrementar las ventajas que disfrutan quienes los constituyen, las medidas que ahora se proponen tienen como objetivo común (...) lograr que la banca mediana y pequeña tenga una mayor oportunidad de desarrollo". Ello conforme a que las autoridades competentes "han sugerido una política de franco aliciente a la formación de grupos financieros de tamaño intermedio con el objeto de fomentar la concentración de recursos".[13]

Así, en el discurso se descalificaba la oligopolización del sistema bancario y las tendencias especulativas del conjunto del sistema financiero; pero, por otro lado, la desintermediación y la especulación cambiaria obligaban al gobierno a intentar la integración de los circuitos financieros nacionales con los extranjeros por la vía de impulsar a los bancos a abrir sucursales en el extranjero, colocar títulos de deuda pública en el exterior, facilitar la dolarización y la fuga de capitales.

Visto en retrospectiva, el conjunto de reformas instrumentadas en este período resultó una adecuación jurídica a la tendencia expansionista y centralizadora del sistema financiero, así como una base legal que afirmó el poder bancario dentro del espectro de las fracciones capitalistas que pugnaban por controlar el excedente y encabezar la hegemonía. El papel medular de la banca en el flujo dinerario se reforzaba en la medida que la crisis productiva se volvía una crisis financiera.

Junto con ello crecía la influencia de la fracción bancaria del capital extranjero debido, primero, a la creciente integración de los circuitos financieros nacionales a los mundiales por el peso progresivo de la deuda externa; y segundo, porque en éstos circuitos aquella fracción bancaria tomaba un papel preponderante.

Es claro, sin embargo, que la evolución subsiguiente del sistema financiero y de la disputa entre las fracciones dominantes no puede atribuirse exclusivamente a las reformas legales aunque aquéllas hayan sancionado su impulso. Antes bien, se trata de un conjunto de relaciones y articulaciones que fueron materializándose a lo largo de

[13] Diario Oficial. Enero 3 de 1974 y enero 2 de 1975.

los años y, en particular, derivadas del patrón de financiamiento del desarrollo estabilizador considerado más arriba. Así, a pesar de que el proyecto reformista del desarrollo compartido pretendía darle al servicio bancario un sentido social y contrarrestar la concentración de recursos, parece correcto afirmar que en la práctica la política económica debió montarse sobre la fuerza de las tendencias centralizadoras y especulativas que hacían de la fracción bancaria el líder del gran capital; o, por lo menos, que no pudo frenar la consolidación y las presiones que ella le imponía.

Dentro de esta lógica es comprensible que las mencionadas reformas parciales al sistema financiero desembocaran en la promulgación de la Ley del Mercado de Valores en 1975. Porque según la Exposición de Motivos, la institucionalización del Mercado de Valores contribuiría al logro de los objetivos de política económica, tales como: la democratización del capital; la diversificación de las fuentes de financiamiento de las unidades económicas; la ampliación de la gama de instrumentos de inversión; la capitalización adecuada de las empresas; el incremento en la recaudación de impuestos a través del mejor conocimiento de los estados financieros de los causantes, y la mexicanización de la industria por medio de la participación de accionistas nacionales.[14]

4. La crisis del Desarrollo Compartido y el impasse en la evolución del mercado bursátil entre 1975 y 1977

El año 1976 clausura el primer intento de reforma al desarrollismo. Tres aspectos caracterizan el fracaso de este intento: fisuras en el acuerdo político entre los grupos dominantes del capital y el Estado; una política económica errática y contradictoria; y la agudización de las tendencias especulativas en el sistema monetario-financiero. Todo ello se combinó en el marco de una crisis internacional cada vez más pronunciada, con una planta productiva débil, deficientemente

[14] La Ley del Mercado de Valores de 1975 resaltó el objetivo de que "facilitar a los pequeños y medianos ahorradores oportunidades alternativas de ahorro e inversión permitirá, asimismo, a las empresas industriales y comerciales tener una mayor diversificación en sus fuentes de financiamiento y, con ello, una menor dependencia del crédito bancario". CNV (1976) pp. 1-7.

integrada y en contracción, y con una estructura de relaciones sociales y políticas cuyas tensiones iban en aumento.

En efecto, la política gubernamental mostró a lo largo de los setenta un discurso de cambio estructural y de redistribución del ingreso y de activos, que en los hechos aparecía contradictorio con sus resultados. Por una parte, las medidas aplicadas para poner en práctica las acciones de fondo no hicieron sino fortalecer a las fracciones emergentes del capital, tales cómo los grupos nacionales y la banca extranjera, generando descontento y oposición entre las fracciones desplazadas y dominadas sin cambiar radicalmente el patrón de acumulación.

Por otra parte medidas como la de la legislación de los grupos financieros, la formación de la banca múltiple, la reducción de la carga tributaria al capital y a las ganancias, los estímulos fiscales a la inversión y a las exportaciones, la ampliación de la infraestructura y la demanda agregada, la libertad cambiaria y la creciente deuda pública con que se sostenían las importaciones y la sobrevaluación del peso, no fueron elementos suficientes para persuadir a las fracciones del gran capital de que participen en las acciones que requerían la reforma de las estructuras económicas y sociales del país.

En el fondo las opciones eran reducidas. De llevarse a cabo consecuentemente, esta reforma implicaba aminorar y readecuar tras una nueva lógica de acumulación el poder de las fracciones capitalistas que habían encabezado la estrategia de industrialización y crecimiento, y que, al declinar ésta, gozaban ya de un grado alto de concentración oligopólico y de trabazón con el capital extranjero. Pero también requería para su buen término, una dinámica de corto plazo no explosiva (como en ese momento habría representado una devaluación, la fuga de capitales, la pérdida de confianza, etc.), y una supeditación de los sectores monetarios-hacendarios dominantes a la política financiera y a los lineamientos políticos en general del gobierno.

Así, las condiciones estructurales heredadas, la política estatal y la misma fuerza que ya tenían los grandes empresarios dificultaban el establecimiento de objetivos comunes entre éstos y el Estado. Antes bien la coyuntura fortificó la autonomía ideológica y el poderío económico de los grandes capitales privados; les ratificó su convicción de que ahora debían participar más decisiva, unida y públicamente en la

gestión de la economía, y además, robusteció su capacidad para hacerlo. La fundación del Consejo Coordinador Empresarial en 1974 fue prueba de ello.

La pugna entre estos sectores empresariales y el Gobierno, que se mantuvo a lo largo del sexenio del presidente Echeverría, se reflejó en el contradictorio ejercicio de la política económica. Por una parte, el gasto expansivo orientado a sostener el ritmo de la actividad económica y satisfacer las demandas del desarrollo; por la otra, paradójicamente, una política monetaria y crediticia contractiva, a efecto de atenuar las presiones inflacionarias. El resultado económico de esta mezcla de políticas, inserto en un proceso tendencial de reducción del ritmo de crecimiento del excedente productivo, y ante el peso creciente del financiamiento externo, fue acentuar la desviación de los recursos disponibles hacia las esferas de mayor rentabilidad en el corto plazo, particularmente hacia los circuitos monetarios y cambiarios.

Aparte de la conversión de pesos en dólares, dos mecanismos contribuyeron a ello. Por una parte, el endeudamiento externo de las grandes empresas privadas mexicanas, si bien menor al del sector público, mostró una tendencia alcista y a contratarse para el corto plazo. Por otra parte, la banca privada nacional operó triangularmente: formaba parte de los préstamos de sindicatos bancarios que se le otorgaban al gobierno desde el exterior, y luego aquí actuaba como la receptora de los depósitos del propio gobierno.[15]

Así, además de que la deuda pública externa no hacía sino alimentar las ganancias de dichos sectores por este procedimiento, los bancos eran los principales beneficiarios de la depreciación del peso, del déficit fiscal y externo, por lo que podían encabezar la especulación.

Como hemos indicado, a fin de alentar el ahorro interno en 1973, 1974 y 1976 se flexibilizaron las reglas para hacer depósitos en moneda extranjera dentro del sistema bancario y financiero nacional. Pero la estrategia fue contraproducente pues únicamente consiguió facilitar la fuga de capitales y la dolarización de los circuitos, esto es, hacer vigente en la práctica un patrón monetario dual, y poner en jaque a las finanzas públicas, ya de por sí atadas al crédito del exterior

[15] Tello (1984) pp. 176-182.

con el cual se financiaban los equilibrios externo y fiscal. A fin de cuentas, sólo alentó las presiones devaluatorias que culminaron en agosto de 1976 y dieron símbolo a la derrota del proyecto reformador.

En conjunto, podemos concluir de este capítulo que la descomposición de la confianza empresarial, junto con la forma como se articularon los circuitos fiscal, cambiario y de endeudamiento exterior, produjeron el deterioro de la capacidad estatal de administrar la moneda y el crédito, y el robustecimiento del control de los mecanismos de valorización y apropiación del excedente por parte de las fracciones dominantes del capital lidereadas por los bancos. Al mismo tiempo, todo ello provocó la postergación del desarrollo del mercado de capitales durante 1975-1977.

Los tres años que comprende este período aparecen como un impasse en el desarrollo del mercado bursátil. Esto va de la creación de la banca múltiple y la institucionalización del mercado de valores al momento en que se introducen los Cetes; es decir, de su impulso en la ley a su impulso operativo en la práctica.

Esta situación de semiparálisis bursátil es significativa para la óptica financiera y la pugna por el control financiero del excedente, en tanto que expresa dos circunstancias determinantes. Primera, el cambio de sexenio en 1976, o más exactamente, la transición entre el fin del proyecto del "desarrollo compartido" y la instauración de la "Alianza para la Producción" que impulsaría el presidente López Portillo, respaldado por la irrupción de los recursos petroleros y la aplicación de una política económica de sesgo monetarista.

Segunda, que esta transición se acompañó por un cambio de enfoque en la especulación. Esta había sido hasta entonces predominantemente de tipo monetario-cambiario, pero al variar las condiciones económicas y políticas, tomó una forma más financiera: de haber estado centrada en la inflación y dolarización, la apropiación del excedente social vino a disputarse también en los circuitos petroleros, de deuda externa e interna y los bancarios. El manejo de las finanzas públicas facilitó esa reorientación.

La forma como se desenvolvió el mercado de valores a lo largo del período niega la funcionalidad que le atribuyeron sus promotores. En efecto, mientras que en la ley de 1975 se le conceptua-

lizó como una modalidad alternativa de financiamiento de largo plazo, en la práctica funcionó como un mercado de dinero de muy corto plazo y elevada liquidez.

De cualquier modo, este período tiene interés porque fue durante el mismo y en el contexto de las políticas económicas gubernamentales, que el mercado de valores empezó a convertirse en un espacio privilegiado para procesar la redistribución del excedente y que contribuiría a estimular el sesgo financiero que tomaría la crisis en los años subsiguientes.

CAPITULO II

Expansión petrolera, crisis de la hegemonía y ciclo bursátil, 1977-1982

INTRODUCCIÓN

El período que consideramos en este capítulo abarca la fase final del ciclo del patrón nacional de acumulación de la industrialización sustititutiva, porque la expansión petrolera permitió que la economía mexicana creciera a un ritmo sin precedente, desatando con ello una serie de factores que condujeron al desplome de dicho patrón en 1982.

Tres de dichos factores fueron los principales que dieron este resultado. El primero está dado por el curso que tomó la asignación del excedente en general y el excedente petrolero en particular. En esto destaca la canalización desmesurada del excedente para su valorización en la esfera especulativa, contribuyendo a bloquear la capacidad reproductiva material de la acumulación y de transformación del modelo de desarrollo buscada a través del uso de los excedentes petroleros.

El segundo factor es el dislocamiento del patrón monetario nacional y su supeditación al dólar como consecuencia de la desarticulación de los circuitos dinerarios que generó la especulación financiera y cambiaria.

En cuanto al tercer factor lo esencial es el estado final de descomposición del bloque hegemónico al que se llegó con la crisis de 1982 y la consolidación del casi absoluto liderazgo económico y po-

lítico en la coyuntura por parte de las fracciones bancarias nacional y extranjera.

Ninguno de los elementos anteriores se desarrolló aisladamente. Por el contrario, el sistema financiero –y en especial su sector bancario–, al ser el espacio donde se interconectaban los circuitos monetario, cambiario, fiscal y empresarial, quedó convertido por los sectores en pugna, tanto los públicos como los privados, en el lugar por excelencia donde dirimir la disputa por el control del excedente.

El mercado de valores reflejó esta disputa y contribuyó a fortalecer el predominio de las principales fracciones empresariales encabezadas por la banca, tanto por lo que representó como mecanismo para lograr alta rentabilidad financiera, como porque posibilitó financiar al déficit público y, también, porque permitió centralizar flujos de capital y acervo patrimonial del sector privado.

Sin embargo, esta centralización monetario-financiera generó su propio límite ya que dislocó las condiciones básicas para la continuidad de la reproducción ampliada de la acumulación productiva. De hecho la disponibilidad de los recursos petroleros, que parecía poder restaurar la concertación entre las fracciones dominantes del capital y el Estado, en realidad no hizo sino acelerar las tensiones y fricciones que debilitaban al pacto desde años atrás. Por ello, el fin del auge petrolero conduciría al quiebre definitivo del pacto hegemónico anterior, a la necesidad impostergable de reforzar la transformación del patrón nacional de acumulación y de establecer un nuevo bloque hegemónico.

Para analizar este complejo proceso y en especial la evolución del mercado de valores dentro del mismo, consideramos dos etapas significativas para nuestros fines. La primera que transcurre entre 1977 y 1979, caracterizada por la recuperación y el repunte económico así como por el desarrollo de un ciclo bursátil; la segunda etapa se desarrolla entre 1980 y 1982, correspondiente a la fase final de expansión económica generado por el petróleo y la deuda externa, así como a un largo ajuste bursátil.

1. La fase de expansión

1.1. La reactivación macroeconómica y la cordialidad política (1977-1978)

Ante la quiebra de la relación entre empresarios y gobierno producida durante la administración Echeverría, el gobierno entrante se propuso restablecer la concordia en esa relación, y procuró acercarse a los empresarios a través de la estrategia económica denominada "Alianza para la producción". Según esta estrategia, los empresarios se comprometían a generar empleos y exportaciones invirtiendo en ramas productivas de bienes intermedios y básicos, lo cual permitiría mejorar la integración industrial y responder a las necesidades básicas de la nación. A cambio, el Estado ofrecía estímulos fiscales, apoyo financiero, expansión de infraestructura e insumos baratos.

En el ámbito externo, el capital extranjero había manifestado interés por evitar que se volviera inmanejable la situación del país, de modo que la búsqueda de credibilidad se fincó en el acatamiento de las normas dictadas por el FMI. Es así que en diciembre de 1976 se ratificaron los acuerdos suscritos en octubre y ya gestionados desde septiembre de ese año. La institución multinacional facilitaría respaldo financiero a cambio, entre otras cosas, de que en los años sucesivos se limitara el endeudamiento público interno al margen proporcionado por el encaje legal; y el externo, a 3,000 millones de dólares (5,000 millones de dólares habían sido contratados en 1976); se liberalizaran los precios internos y el comercio exterior; se garantizara alta rentabilidad al capital y se retirara toda obstrucción a la libre convertibilidad del peso.[16]

En el principio del nuevo régimen parecían restaurarse las condiciones para reencauzar el proceso de acumulación bajo las condiciones tradicionales y dentro de la lógica de haber resuelto la restricción financiera externa por la disponibilidad de excedente petroleros. El aval de los descubrimientos de nuevas reservas petroleras, el primer convenio firmado con el Fondo Monetario Internacional y la actitud de alianza y conciliación mostrada por el nuevo grupo

[16] Tello (1984) pp. 176-182.

gobernante, parecían cauterizar las heridas que la administración Echeverría había producido entre los grupos del sector privado.

El optimismo era confirmado y alentado por el comportamiento de las variables macroeconómicas. Entre 1977 y 1979 aumentó la tasa de crecimiento del producto nacional, de las manufacturas, la industria de la construcción, la formación bruta de capital y la inversión extranjera. Además, la tasa de inflación se redujo de 28.9% en el primer año a 18.2% en el segundo año; y aumentaron sustancialmente las ganancias de las empresas que cotizaban en Bolsa (100% en 1977 y 54% en 1978), sin duda auxiliadas en buena medida por la inflación. Si bien la inversión fija bruta decreció el primer año del sexenio, el siguiente año se elevó 15% (5.1% la privada).[17]

Todo lo anterior se reflejó en el sistema financiero. El optimismo que generó la nueva alianza en ese bienio, la recuperación de la actividad económica, la operación prácticamente fija del tipo de cambio y una reestructuración del sistema financiero, contribuyeron a aumentar la captación y el crédito y a que se frenara la dolarización de los circuitos internos.

De 1977 a 1979 la tasa anual de crecimiento del producto interno bruto pasó de 3.2% al 9.2%, la de la industria petrolera llegó al 16.9% en 1978 y al 18.2% en 1979; la de las manufacturas a 9% en el primer año y a 10.1% en el segundo, y la de la construcción, a 12.4% y 13% respectivamente. La captación total de recursos de ahorro como proporción del PIB aumentó de 27.3% en 1977 a 28.5% en 1978 y a 29.5% en 1979, después de que había disminuido de 28.7% en 1975 a 24.3% en 1976. También el porcentaje del crédito en relación al PIB creció en el último bienio, de 27.9% a 31.3 por ciento.

Sin embargo, debe señalarse que, en este contexto de reactivación disminuyó el financiamiento otorgado al gobierno por el sistema bancario privado, por lo cual el déficit público tuvo que ser apoyado por el Banco de México y el endeudamiento exterior. No obstante, este último se redujo como proporción del PIB, aunque por otro lado aumentó el coeficiente de servicios.

Algo similar acontecía con los pasivos totales del sistema, aunque con cierto rezago, medidos como proporción del PIB. Estos pasivos cayeron de 48.9% en 1975 a 45.6% en 1977, mostrando una leve recuperación del 46% del año siguiente. El retraso tiene que

[17] Escalante (1981) p. 710.

ver con una contracción de los flujos interbancarios y externos y su reinyección posterior.

Este comportamiento fue acompañado de un freno en la dolarización de los circuitos internos. La captación en moneda nacional como proporción del PIB había descendido de 26.6% a 20.6% entre 1975 y 1976, mientras que para los dos años siguientes se incrementó de 23.3 y 24.7%; los pasivos en moneda nacional, que habían descendido del 94.8% del PIB en 1975 a 82.5% en 1977, ascendieron a 84.7% en 1978. Por su lado, la captación en moneda extranjera, creciente el primer trienio (16% a 40% del PIB), bajó un poco el año final de este período (38%), al igual que los pasivos colocados en el mercado externo de (60.6% en 1975 a 64.5% en 1977 y a 62.6% en 1978).

El comportamiento de estas variables estuvo influido por una cierta disposición favorable por parte del capital bancario en el primer bienio del régimen. La captación en moneda extranjera de la banca privada y mixta invirtió su tendencia, ya que de aumentar entre 1975 y 1977 de 13 a 37% del PIB, declinó el año siguiente a 35%, en tanto que sus pasivos en el mercado local como proporción del PIB, habiendo descendido los primeros tres años de 83.8% a 80.8% mostraron en 1978 una ligera recuperación al llegar a 81.3 por ciento.

Por otra parte, si bien el crédito otorgado por el sistema no se recuperó hasta 1979 ya que pasó de 28.5% del PIB en 1976 a 27.9% en 1978 y 31.3% en 1979, la proporción del mismo en moneda extranjera, que creció de 16.3% en 1976 a 37.6% en 1977, dismunuyó a 31.1% en 1978. No obstante, hay que señalar que el destino de esta recuperación se centró en la construcción de vivienda de interés social y el comercio y los servicios los que pasaron respectivamente de 1 a 11% y del 82 a 85% del PIB, entre 1977 y 1978. En cambio, se redujo el financiamiento otorgado al gobierno por el sistema bancario privado, el que pasó del 55% del PIB en 1975 a 22% en 1979. El déficit público fue respaldado por el Banco de México cuyo financiamiento para estos fines creció de 23% del PIB en 1977 a 28% en 1979, y un poco por el endeudamiento externo, el cual creció del 26.8% al 27% del financiamiento total recibido en 1977 y 1978.

Por otra parte, la deuda externa como porcentaje del PIB, que se había incrementado del 12% al 30.9% entre 1975 y 1977, cayó al 28.4% en 1978, mientras que el coeficiente de servicios mantuvo, a

la inversa, una tendencia creciente ya que pasó del 25.1% en 1975 a 50.8% en 1978. Ello se explica, de un lado, por el propio crecimiento del producto interno, y, del otro, por el alza en las tasas de interés internacionales.

Otro elemento a destacar es la sustitución de los agentes otorgantes de los préstamos externos. En efecto, la colocación de deuda en instituciones bancarias privadas, que se había reducido de 40.2% en 1975 al 31.2% en 1976, pasó a ser el componente principal de la deuda externa, creciendo de 58.4% en 1977 a 67.6% en 1978.

Lo anterior muestra por una parte que el retorno de la confianza y la recuperación económica en 1977 y 1978 se tradujo en la reanimación de la actividad financiera y en el declive de la dolarización en los circuitos internos.

Pero al mismo tiempo, esto se acompañó por el hecho de que el financiamiento al gobierno dependiera más de los créditos externos; que la contratación de estos pasara a realizarse preferentemente con la banca privada transnacional; y que a pesar de la reducción del endeudamiento neto la deuda total creciera por causa de la elevación de las tasas de interés internacionales. Así, al amparo de las tensiones monetarias en la economía mundial y la búsqueda de espacios de valorización y resguardo que movía a los capitales internacionales, fue conformándose la situación financiera externa que en combinación con los desequilibrios internos, conduciría al colapso de la deuda externa en 1982.

Por lo demás, ya entonces quedaba claro que el desarrollo de la crisis mexicana, junto con los acontecimientos externos mencionados, había dado como resultado que el capital bancario transnacional avalado por el FMI, sustituyera a la inversión extranjera directa de empresas transnacionales como uno de los interlocutores privilegiados del gobierno para decidir el curso que seguiría la situación en los años sucesivos; y por ello, dicha banca transnacional sellaba compromisos y vínculos con los grupos nacionales lidererados por los bancos, lo que le permitiría participar activamente en la disputa por el excedente.

Sin duda, la disponibilidad de los excedentes generados por el aumento de los precios internacionales del petróleo durante el período en consideración vino a afianzar este esquema. La explotación

compulsiva del petróleo creó un flujo triple de recursos que se distribuía ante el Estado y los grupos empresariales.

Por una parte, a partir del uso de las divisas ingresadas por la exportación del petróleo; por la otra por la reactivación de los créditos externos a cuenta de hipotecar el patrimonio energético del país; y por último, por el excedente generado por la propia industria petrolera que hizo confluir vía Pemex las finanzas públicas y el endeudamiento privado hacia las áreas controladas predominantemente por los banqueros privados, que recibieron el excedente.

El subperíodo de 1978-1979 muestra serios desequilibrios internos y externos, productivos y financieros, que para 1980 y 1981 producirían la inversión de las tendencias macroeconómicas observadas antes, y que en 1982, con la reducción drástica del valor de las exportaciones petroleras y del flujo de créditos del exterior, harían evidente la disfuncionalidad del sistema financiero nacional.

En primer lugar, el incremento del empleo industrial no fue suficiente para compensar la disminución relativa de las remuneraciones a los trabajadores derivadas de los topes salariales; el consumo total y privado descendió como proporción del PIB mientras se acumulaban inventarios; por otro lado, en tanto que crecía la manufactura de bienes de consumo durables, decrecía la de no durables y de inversión; finalmente, la tasa de crecimiento de la producción agropecuaria para consumo interno y exportación se volvió negativa en 1979.

A estos elementos de eventual freno endógeno a la acumulación se sumaban los desequilibrios en el sector externo. Sin diversificarse, las exportaciones no petroleras de bienes y servicios eran incapaces de sustentar el déficit comercial y financiero. Las importaciones registraron un alza importante debido a las compras de materiales y equipos para la industria petrolera, la necesidad de adquirir alimento y la liberalización que se instrumentó para preparar una posible entrada al GATT. Entre tanto, las utilidades remitidas por la inversión extranjera crecían 25% en 1978 y 55% en 1979.

En el plano financiero interno, la captación y el crédito en moneda extranjera mostraron un repunte ligeramente superior al de la nacional, especialmente en el caso de la banca privada y mixta.

En tal contexto, ya en el año de 1979 afloraron significativas divergencias en el interior de las fracciones hegemónicas del capital y el

2893499

Gobierno respecto al modo de "administrar la abundancia". Si bien había coincidencias básicas respecto a la necesidad de modificar la estructura económica del país y ampliar los cauces de la participación civil en las decisiones del poder, también había diferencias en lo que tocaba al camino por seguir, la utilización de los recursos petroleros, el papel del Estado y la orientación de las transferencias.

Muy sonado fueron en su momento los debates de posiciones sobre el uso de los excedentes petroleros: por una parte un sector gubernamental representado por SEPAFIN, que insistía en utilizar el excedente petrolero para resolver los cuellos de botella de la estructura industrial, incluyendo la diversificación de las exportaciones petroleras; por la otra, otro sector encabezado por Pemex, actuaba en función de obtener los mayores ingresos en el menor tiempo posible, aún a costa de la vulnerabilidad que ello representaba en términos de reserva y manejo del mercado; por último, los sectores gubernamentales que manifestaban más preocupación por las condiciones de estabilidad y el "recalentamiento" de la economía.

Finalmente la aparición del Plan Nacional de Desarrollo Industrial plasmó el primero de estos enfoques en torno al uso de la riqueza petrolera.

Esto se vinculaba con una iniciativa de ley sobre atribuciones del Estado en materia económica que pretendía fortalecer el ejercicio de la rectoría estatal, buscando un desarrollo económico equilibrado y con sentido social. Con esto se intentaba retomar en cierto modo la estrategia "compartida" del sexenio anterior, pero apoyándose fundamentalmente en principios constitucionales.

Los debates sobre la posible entrada de México al GATT y la política agraria fueron cuestiones que reflejaron el estado de tensiones que había entre los grupos dominantes, tanto de los privados frente a los públicos como al interior de ambos. En el primer caso, por ejemplo, fue muy clara la diferencia de actitudes entre los organismos empresariales que la apoyaron (Coparmex) y los que la objetaron (Canacintra).

En el segundo caso, en cambio, hubo posiciones unificadas, tanto para avalar la reforma fiscal como para frenar todo intento de reforma agraria e impulsar las agroindustrias.[18]

Otro suceso significativo en este sentido fue la detención y mo-

[18] Huerta (1980) pp. 135 y ss.

dificación de la iniciativa de Ley que pretendía fragmentar las actividades de la industria nucleoeléctrica y vulnerar la soberanía nacional en la explotación de los recursos radiactivos.

En medio de estas diferencias entre los empresarios y de ellos con el Estado, se presentó un acontecimiento que no recibió un análisis a la altura de su significado. De manera inédita desde la época cardenista, los empresarios poblanos realizaron un paro patronal para orillar al gobierno de la entidad a tomar una actitud más represiva hacia los movimientos sociales que ahí se desarrollaban. Lo interesante del caso es que a pesar de las declaraciones empresariales que lo negaban, se trató de un desafío al Estado que éste no pudo controlar y que, para algunos observadores, adelantaba el vacío de poder que luego fue evidente en los acontecimientos de 1981-1982.

Entre los empresarios había coincidencias en responsabilizar de la inflación al gobierno, presionándolo para que redujera su déficit y el circulante.

Por otra parte, mientras que algunos organismos patronales, como el Consejo Coordinador Empresarial (CCE), buscaban abrir la economía al exterior en términos de ventajas comparativas, y el duopolio financiero (Bancomer-Banamex) avalaba plenamente la política exterior en materia de energéticos, otras instancias empresariales como la Cámara Nacional de la Industria de la Transformación (Canancintra) y la Confederación Nacional de Cámaras de Comercio (Concanaco) matizaban los comentarios con el argumento de que dichos recursos debían orientarse a fortalecer el aparato productivo interno y a la diversificación de las exportaciones.[19]

1.2 El ciclo bursátil 1978-1979

a) Un primer empuje de la Bolsa en 1978

Bajo este despliegue de contradicciones y con el compromiso del gobierno de impulsar a las industrias y los sectores rezagados, así como de no atarse al endeudamiento externo, más su intención de no volver a bloquear el financiamiento privado a la inversión imponiéndole

[19] Hernández (1980) p. 209.

excesivas cargas, el gobierno trató de robustecer modalidades alternativas de financiamiento a la acumulación, tal como la que representaba el mercado de valores, principalmente en lo que se refiere a la operación de acciones industriales.

Para ello era preciso vencer los obstáculos que impedían la consolidación de este mercado, tales como la mayor rentabilidad de los instrumentos de ahorro bancarios y financieros muy líquidos; la mayor tasa fiscal a los títulos de deuda y los activos de renta variable; la amenaza de competencia que pudiera representar el mercado bursátil para las instituciones bancarias, el prejuicio de los empresarios acerca de la discreción que había en sus operaciones y utilidades[20]; y en la coyuntura, la tendencia a la dolarización como forma de especulación que dominaba los años setenta.

Para 1978, las circunstancias para profundizar el desarrollo del mercado de valores eran favorables, por una parte porque la dolarización parecía detenida; y por la otra porque la elevada concentración bancaria reducía las probabilidades de que el desarrollo de la bolsa pudiera hacer daño a las instituciones bancarias, ya que las siete casas pertenecientes directamente a bancos operaban el 38.5% del total[21]; y que el flujo de excedentes, por obra de los recursos petroleros, parecía creciente y aún inacabable.

El gobierno de López Portillo tomó diversas medidas para impulsar al mercado bursátil: canalización de recursos de la banca privada para capitalizar a las instituciones bursátiles; fomento a la creación de casas de bolsa para sustituir a los agentes individuales; autorizar la revalorización de activos de las empresas cotizadoras; promulgar la exención fiscal a ganancias bursátiles y la mexicanización de empresas con capital extranjero[22] así como inyectar directamente recursos públicos en este mercado.

Tres indicadores muestran los alcances y límites de este empuje: la introducción de Petrobonos y Cetes; el crecimiento del mercado accionario; y la reducción del porcentaje de financiamiento otorgado por el mercado de valores respecto al total del sistema bancario y financiero.

Respecto a lo primero, se observa que en 1975 los títulos de renta

[20] Quijano (1981) p. 182.
[21] Ibid. p. 198.
[22] Quijano y Cardero (1985) p. 233.

fija gubernamentales en circulación representaban la mitad del importe total operado, para 1979 eran ya las 2/3 partes. La colocación de aquéllos fue a parar principalmente a la banca nacional, las empresas y los particulares. Por otra parte, mientras que la tasa media de crecimiento anual del mercado accionario (en millones de pesos operados) había sido de 40.7% entre 1971 y 1974, para el período siguiente, 1975 a 1978, alcanzó 132.2%. Este aumento explosivo se acompañó de una recomposición de las acciones de empresas industriales, comerciales y de servicios, en detrimento de las acciones bancarias, de seguros, fianzas y sociedades de inversión[23]; en particular, los títulos bancarios decaen de 46.3% a 18.4% en los mismos años. Esto fue afectado por las restricciones a la operación de la banca y el aumento del encaje legal.

De conjunto, en tanto que el importe operado de las acciones de empresas industriales crecía como proporción del total, de 3.3% en 1975 a 18% en 1978, el importe de las operaciones pertenecientes a bancos privados caía de 82% a 21% en el mismo lapso. En cambio, para 1978 el de los Petrobonos alcanzaba 1.6% y el de los Cetes, en su primer año de colocación, 47 por ciento.

Sin embargo, estos cambios positivos en los mercados de títulos y acciones no se reflejaron en un impacto similar sobre el conjunto de la economía. En efecto, mientras que el importe total operado en 1975 (113.6 miles de millones de pesos de 1978) representó el 10.3% del PIB, para 1978 sólo alcanzó el 7.2% (168.1 miles de millones de pesos de 1978). Asimismo, el financiamiento otorgado por la bolsa como proporción del financiamiento total otorgado por el sistema bancario, también bajó del 32.3% en el primer año, a 23.8% en el último. Incluso se redujo en términos nominales en casi un punto porcentual entre 1975 y 1978.

b) El período de 1978-1979

Durante el período 1978 -1979 también hubo en el medio bursátil hechos que evidenciaban el carácter financiero-especulativo que asumía la distribución del excedente económico inyectado por la riqueza petrolera.

[23] Quijano (1981) p. 195.

En primer lugar, el impulso al mercado de valores antes mencionado no generó un modelo financiero que innovara los instrumentos de captación de fondos y de financiamiento al sector público para evitar una relación directa entre déficit gubernamental y emisión primaria[24]; por el contrario, dicho impulso se tradujo en una reorientación significativa de las fuentes de financiamiento. Por ello de 1978 a 1979 el endeudamiento por emisión primaria creció en 170.8% mientras que el externo lo hizo en 150 por ciento.[25]

El importe total operado en esos años de 1977 y 1978 ascendió de 168.1 a 356.3 miles de millones de pesos, gracias en particular al auge que tuvo la operatividad de las acciones empresariales y a la emisión de los Cetes por parte del gobierno. También los beneficios mejoraron: las utilidades de las empresas que cotizaban en la bolsa crecieron en 74.4% entre 1978 y 1979.[26]

En lo que se refiere en particular a la colocación de Cetes, el importe operado creció en esos años, de 70.1 a 229.1 miles de millones de pesos, poco más de tres veces; en menor medida crecieron los Petrobonos, que pasaron de 2.7 a 6.5 miles de millones de pesos.

El otro elemento explicativo del "boom" y el desplome bursátil del período es la evolución del mercado accionario, que fue estimulada a través de diversas medidas de carácter fiscal orientadas a modernizar el sistema de captación y financiamiento empresarial de largo plazo y en moneda nacional.

Diversos factores vinculados a tendencias especulativas que se desarrollaban en la economía nacional e internacional, se combinaron para dar lugar a ese comportamiento. En efecto, el auge bursátil estaba alentado por las expectativas optimistas que había respecto al crecimiento del producto y la actividad económica nacional en general. Ello se confirma cuando se observa que sólo en 1978 el rendimiento accionario promedio fue mayor al 50% y en algunos casos llegó hasta el 200 por ciento[27]. De manera que, si en 1978 las acciones transadas diariamente ascendían en promedio a 1.4 millones, de enero a abril del año siguiente llegaron hasta 4 millones.[28]

[24] G. Petricioli, citado por Quijano (1985) p. 232.
[25] González (1980) p. 90.
[26] Colmenares (1983) p. 20.
[27] Alcocer (1980) pp. 114 y 116.
[28] Garrido y Quintana (1986) p. 28.

Con esta contribución, el índice de cotizaciones de la bolsa que en 1977 había crecido 52% subió 132% en 1978, lo que significó la mayor tasa mundial de crecimiento en ese último año; de enero a mayo de 1979 dicho índice se mantuvo elevado, 104.5%, pero el resto del año cayó en 33 por ciento.

Sin duda, frente a tasas de interés reales negativas y a la creciente liquidez de las empresas por las utilidades que recibieron, el mercado bursátil accionario representaba una opción excelente para la valorización financiera, al tiempo que existían las fuerzas económicas para su expansión. Además, este crecimiento bursátil se daba en un ambiente especulativo general practicado en los ámbitos comercial, cambiario, inmobiliario y fiscal.

Ahora bien, hay por lo menos dos aspectos que permiten caracterizar este crecimiento del mercado accionario como poco sólido.

En primer lugar porque el mercado bursátil estaba sumamente concentrado, facilitando el manejo especulativo. Así, siete casas de bolsa que eran propiedad de algún banco concentraban casi 40% del mercado bursátil (BANAMEX el 21%) y sólo alrededor del 25% de las empresas que cotizaron tuvieron bursatilidad en el mercado. De ahí que los grandes emisores, y en particular los bancos y grupos empresariales, tuviesen amplio margen de maniobra para controlar el curso del mercado.

Asimismo, para las empresas que cotizaban en bolsa se les generó un atractivo circuito de rentabilidad financiera: captar fondos colocando acciones sin riesgo de perder el control patrimonial y sin pagar impuestos; depositar luego en bancos el capital obtenido por esta vía, recibiendo por ello intereses elevados en términos reales; para, finalmente, ser prestatarios de los recursos que necesitaban como capital de trabajo.

En segundo lugar dicho auge fue poco sólido porque estuvo fundado básicamente en la operación secundaria de títulos. En efecto, mientras que en 1978 el importe total operado de acciones había sido de 30.3 miles de millones de pesos, el de los nuevos papeles ofrecidos sólo representó 5.6 miles de millones de pesos; y en 1979, mientras que el importe ofrecido de estos valores era de 10.8 miles de millones de pesos, el operado ascendió a 94 mil millones de pesos. Esto implica que no menos de 5/6 partes en el primer año y 8/9 partes en el segundo correspondieron a transacciones secundarias.

Estos factores junto con la sobrevaluación de los precios de las acciones y a un cambio de expectativas anticipadas sobre el ciclo económico, están en la base del desplome de la bolsa en 1979. La expansión de la oferta de acciones al principio de año y la sobrevaluación de sus cotizaciones, junto al ascenso de la especulación con metales preciosos, provocó la venta masiva de acciones y la caída de sus precios. Esto evidenció la debilidad del proyecto que buscaba convertir al mercado de valores en una modalidad sólida de financiamiento de largo plazo para la acumulación productiva; y con ello también se mostraba la fragilidad del restaurado pacto entre los grupos dominantes del capital privado y el Gobierno ya que no conseguían generar un nuevo patrón de financiamiento capaz de inducir un modo viable de acumulación productiva.

Al final del período 1978-1979, el mercado de valores presentaba los siguientes rasgos: 1) un cierto crecimiento respecto al nivel histórico pero a la vez una tendencia al estancamiento relativo, 2) un carácter sumamente concentrado y ligado a los bancos privados, 3) la recomposición de su estructura, porque por una parte los títulos de renta fija bancarios pierden importancia frente a los de la deuda interna pública y de renta variable; pero al mismo tiempo predomina el mercado de dinero sobre el mercado de capitales, y 4) un crecimiento de la operatividad con acciones, resultado más de la expansión de las operaciones secundarias que de la colocación primaria.

En consecuencia, en el marco del respaldo que representaba la disponibilidad de recursos petroleros y del endeudamiento creciente que lo acompañó, la política de inyectar recursos a la modalidad de financiamiento vía mercado bursátil que trataba de hacer que el ahorro nacional destinado a la acumulación fuera más eficiente, grande e integrado al desarrollo industrial y de otros sectores, produjo paradójicamente un mecanismo favorable a la especulación financiera y al fortalecimiento del capital bancario extranjero y nacional.

2. El colapso financiero y la crisis de hegemonía

2.1 Auge y crisis del ciclo económico (1980-1982)

Hacia 1980-1981 comenzó a declinar el ritmo de crecimiento del conjunto del producto (8.3% y 7.9% respectivamente), al igual que el de las manufacturas, construcción, comercio y servicios, la inversión pública y privada nacional y extranjera. En 1982, el PIB descendió en 0.5% y, salvo la actividad petrolera, la electricidad y los servicios, el resto de los indicadores registró signo negativo. La tasa inflacionaria repuntó a 26.3%, 28.6% y 98.9% en 1980, 1981 y 1982, respectivamente.

En este último año la balanza comercial se vuelve superavitaria, pero el saldo se destinará crecientemente al servicio de la deuda externa.

Ante las expectativas devaluatorias y el atractivo que proyectaban la elevación de las tasas de interés y la especulación con metales preciosos en el ámbito internacional, la fuga de capitales creció 7.5% en 1979, 62.5% en 1980, 93.2% en 1981; y en 1982 sólo lo hizo en 42% porque las arcas de divisas del Banco de México ya estaban vacías.

Esta situación económica se reflejó indudablemente en el sistema financiero, porque si bien se registró una tendencia al alza en la captación y el financiamiento, ésta se debió especialmente a los depósitos y créditos en moneda extranjera.

La captación total de recursos monetarios y de ahorro como proporción del PIB se elevó de 29.5% en 1979 a 31.3% en 1981; pero esto no se explica tanto por la captación en moneda nacional (24.9% en 1979 y 25.6% en 1981), sino por la de moneda extranjera (4.6% en 1979 y 5.7% en 1981), y ello no por parte de la banca de desarrollo (0.4% en 1979 y 5% en 1981) sino por la privada (4.6% en 1979 y 5.2% en 1981).

Algo similar sucedió en los pasivos bancarios. Mientras que los denominados en moneda nacional descendían 10.7% entre 1978 y 1979 y 8.5% entre 1979 y 1980, para ascender 15.6% entre 1980 y 1981, los denominados en moneda extranjera crecieron 27.8% en 1979, 26.5% en 1980 y 48.4% en 1981. Los pasivos de la banca privada y mixta en moneda nacional como proporción del total decrecieron de 74.2% en 1979 a 68.3% en 1981.

En cuanto al crédito como proporción del PIB, pasó de representar 31.3% en 1979 a 30.6% en 1980 y 34.6% en 1981, pero el otorgado en moneda nacional como proporción del total se redujo de 65.9% en 1980 a 58% en 1981, explicado ello, entre otras cosas, por el diferencial de tasas de interés.

Asimismo, el estado de las finanzas públicas expresa lo disparado de la situación. El déficit gubernamental en relación al PIB se duplicó de 1980 a 1981, y con ello se multiplicó el círculo vicioso que lo ataba a sus fuentes: exportación petrolera, deuda externa y deuda interna.

El déficit gubernamental en relación al PIB aumentó del 7% en 1977-1979 al 7.5% en 1980, y a cerca de 15% el 1981. Su financiamiento tuvo dos fuentes: los ingresos derivados de la exportación petrolera (16% del total en 1976 y 40% en 1982); y el endeudamiento externo e interno (6% en relación al PIB en 1976 a 14.4% en 1982).

Pero una buena parte de esta deuda se elevó por obra del alza de las tasas de interés, cuyo pago, en relación al gasto corriente, ascendió de 14% en 1976 a 24% en 1977 (de 6.2% en 1978 a 14.4% en 1982).

Así, mientras que el déficit financiero se multiplicaba algo más de tres veces entre 1978 y 1981, en el mismo período la colocación de deuda sólo crecía algo más de dos veces. Además del alza de las tasas de interés en los mercados externos, hubo un cambio en los períodos de amortización: la deuda de largo plazo creció 40% entre 1978 y 1979, en tanto que la de corto se multiplicó 9 veces, pasando a ser esta última de la 1/25 parte a la cuarta parte del total.

La deuda pública externa medida en relación al PIB se había mantenido estable de 1978 a 1980 (2.5% y 2.2%), pero se disparó a 8% en 1981 (sus tasas de crecimiento anual de 1978 a 1982 fueron 14.6%, 13.3%, 13.6% y 11.2%, cada año).

Por su parte, la estructura del crédito neto del sector público registró una ligera modificación: mientras que en 1971-1976 el financiamiento neto interno representaba el 56.8% de ese total, ascendió a 58.3% en 1977-1982. En especial, en 1981 y 1982, mientras que el financiamiento externo al sector público descendió de 501.6 a 351.8 miles de millones de pesos, el interno se incrementó de 364.1 a 1,308.2 miles de millones de pesos.

Por su lado, el financiamiento público interno respecto al total

del crédito concedido en el país creció de 42% a 78% entre 1981 y 1982, lo que se explica en gran parte por los instrumentos colocados por el gobierno en la bolsa. La tenencia de Cetes por empresas y particulares pasó de 2.1 miles de millones de pesos en el primer año a 126.2 miles de millones de pesos en el último. El importe total operado de este instrumento creció casi tres veces de 1980 a 1981 y en 70% en 1981-1982.

En su conjunto, el período de auge petrolero y efervescencia financiera había posibilitado que la fracción bancaria llegara a la cúspide en el control del excedente, tanto por la multiplicación del grado de concentración que había heredado del desarrollismo, como porque esto mismo le facilitó el proceso de centralización del capital social.

Cuatro elementos así lo indican: a) la concentración de recursos tanto en captación como en financiamiento; b) la concentración en el patrimonio de los bancos, instituciones financieras no bancarias, empresas comerciales e industriales; c) la concentración de circuitos monetarios, fiscales, crediticios y cambiarios; y d) la concentración de las relaciones de endeudamiento con la banca comercial transnacional.

Por esto la banca privada nacional pudo encabezar al resto de las fracciones del gran capital en el control y la reproducción de los mecanismos apropiados a la coyuntura para valorizar al capital; y tuvo el poder suficiente para imponer las prácticas cualitativas tanto contables como de relación con el público y las autoridades, que le afianzaron su liderazgo.

Por ejemplo, mientras que el índice de precios de los servicios creció 202.7% entre 1978 y 1981, el de las utilidades de la banca múltiple fue de 340.5% en el mismo lapso; utilidades impulsadas en parte por el diferencial entre tasas activas y pasivas, que aumentó de 4.6 puntos en 1978 a 14.3 puntos en 1981. Lo anterior se explica por el aumento del encaje legal, la inflación, las tasas de interés y el grado de monopolio.

Por otro lado, si en 1975 había 139 bancos, en 1981 sólo había 97; en el primer año, el 85% de los recursos del sistema financiero nacional era manejado por 21 bancos, y en el segundo el mismo porcentaje correspondía a sólo 9 instituciones; y si en 1975 diez bancos manejaban el 71%, en 1981 lo hacían sólo 6. Por otro lado, en 1980

los bancos controlaban 49.3% de los activos totales. Si bien otras dos instituciones estatales había llegado al 5º y 6º lugar de la concentración bancaria, entre ambas sólo alcanzaban el 10.1% de los activos totales.

Finalmente, en cuanto a la articulación bancaria-industrial-comercial pueden distinguirse tres tipos: a) el grupo empresa industrial y/o comercial que crea su banco (Chihuahua-Comermex; Bailleres-CREMI); b) el banco que aglutina empresas y grupos (Banamex, Bancomer), y c) el grupo que se liga a un banco (ICA-Banatlán). Sin embargo, ya que, en cualquiera de estas articulaciones los grupos encabezaban y dominaban diversas ramas de la actividad económica, influían fuertemente en el funcionamiento de la economía en su conjunto. En consecuencia esto permitía y propiciaba que en las condiciones señaladas más arriba se produjera una succión de los excedentes productivo-comerciales hacia los circuitos monetario-financieros especulativos.[29]

La explotación y exportación del patrimonio petrolero nacional avalaron al país como sujeto internacional de crédito. Este se utilizaba por una parte para financiar el déficit externo causado por las crecientes importaciones y por las exportaciones no petroleras decrecientes; por la otra, con dicho crédito se financiaba el déficit público.

En estas condiciones las finanzas públicas vinieron a constituirse en el medio fundamental para articular la distribución del excedente disponible.

Por un lado llegaban los recursos provenientes del crédito externo y la exportación petrolera, alimentando la capacidad del sector público central y paraestatal para subsidiar y estimular el crecimiento de la actividad económica en su conjunto.

Por otro lado, sin embargo, estos recursos tenían como destino la especulación financiera, cambiaria, inmobiliaria y comercial; la importación de bienes intermedios, de capital y suntuarios; el pago del servicio de la deuda privada externa y pública externa e interna; el financiamiento de la fuga de capitales y de la remisión de utilidades y regalías por las empresas transnacionales a sus matrices.

A fin de cuentas estos recursos disponibles para sostener el crecimiento económico y asegurar la solución de los problemas estruc-

[29] Tello (1984).

turales, sólo sirvieron para financiar los desequilibrios que se agudizaban en ese momento.

Así, ante el colapso del sector externo, el pago de los elevados montos de las deudas interna y externa configuraron una pinza que finalmente en 1982 extranguló a las finanzas públicas nacionales, conduciendo al estallido de la crisis de la deuda externa.

Los beneficiarios de este proceso en espiral que constreñía las posibilidades de continuar el desarrollo fueron sin duda los agentes que controlaban los circuitos financieros por los cuales se llevaba a caba el movimiento de los fondos: los grupos económicos dominantes en la banca nacional y la gran banca transnacional. Estos controlaban los circuitos donde el excedente se depositaba y se convertía en dólares para transferirse al exterior y sumarse a los préstamos que sindicatos bancarios realizaban a México; o se aplicaban en la bolsa para alimentar la multiplicación de la deuda pública interna percibiendo el cobro de los intereses que se pagaba por ella.

Uno de los factores que elevaron el índice de concentración bancaria fue el comportamiento errático pero tendencialmente descendente de la captación y el financiamiento a todo lo largo de los años setenta y los primeros de los ochenta; porque la compresión del mercado crediticio y las fluctuaciones del sistema económico restaban margen de operación rentable a la mayor parte de las instituciones. Pero dicho incremento del índice de concentración también se debió al proceso de centralización de flujos y circuitos por parte de la banca privada derivado de la propia articulación de circuitos financieros.

La presencia de la banca central en la disputa de dichos circuitos había reducido levemente las proporciones del duopolio Banamex-Bancomer; pero ello había sido a costa de la desaparición de una gran cantidad de bancos pequeños y regionales, sin que afectara la estructura de concentración puesto que los principales bancos privados mantuvieron su primacía a todo lo largo del período.

Ahora bien, el poder de la banca no se debía exclusivamente a la concentración de los depósitos y el crédito, la especulación cambiaria y las interrelaciones con la industria y el comercio mencionadas más arriba. Este poder también surgía de las interrelaciones financieras que ponían a compañías de seguros, fianzas, arrendadoras, casas de bolsa, fondos y sociedades de inversión bajo el liderazgo de las insti-

tuciones bancarias. Por ejemplo, más de la mitad de las operaciones registradas en la BMV correspondía a casas de bolsa ligadas a bancos, y las acciones operadas eran principalmente las de los bancos y sus empresas.

A estos factores de concentración bancaria y financiera se añadía una política económica errática, ineficaz y contradictoria en tanto que pretendía evitar los desequilibrios a través de medidas que los aumentaban.

Más aún, la política monetario-financiera del gobierno favoreció a los circuitos controlados por la banca privada y las condiciones de colocación de los excedentes en ellos. El alza de las tasas de interés y la posibilidad de dolarización de los depósitos, junto con la libertad cambiaria, fueron procedimientos que debilitaron la eficiencia de las regulaciones estatales sobre la moneda y el crédito. La libertad irrestricta de cambios constituyó la puerta falsa de la solución.

2.2 La recesión bursátil de 1979-1982

En el contexto de la coyuntura económica nacional presentada más arriba, el comportamiento del mercado bursátil resulta una parte sustantiva para comprender las contradicciones que se presentaron en la misma.

En 1979 se observó el nivel más alto en el importe total operado de acciones negociadas durante el sexenio de López Portillo; asimismo el 7 de mayo de dicho año el índice de precios y cotizaciones de la BMV alcanza el nivel sin precedente de 1,798.55 puntos. Pero como comenta el informe anual de la BMV para ese año, esto mismo marca el fin de la auge accionario iniciado en 1978. A partir de ese día comienza un largo ajuste que se prolongaría hasta convertirse en una severa caída hacia mediados de 1982. En el marco de esta recesión del mercado de valores, el 19 de diciembre de 1980, el Secretario de Hacienda y Crédito Público inició la adopción de un importante paquete de medidas tendientes a fortalecer el mercado. El efecto de estas medidas se manifestaría hasta la expansión iniciada a fines de 1982, pero el nivel real de índice al cierre de 1979, no se

recuperará hasta siete años y medio después: el 30 de noviembre de 1986.

En relación a 1979, el importe real operado había caído 32.5% en 1981 y 81.7% en 1982; el volumen de acciones negociadas en esos mismos años aumentó en 60.1% y 4.2% contra los incrementos de 396% y 126% ocurridos en 1978 y 1979. Por su parte el índice de precios y cotizaciones aumentó en 121.5% en 1978, 35.8% en 1979 y 6.3% en 1980; es decir, el índice acumuló una ganancia nominal de 220% en esos tres años, mientras que la inflación acumulada fue de 80.7%. De fines de 1980 a diciembre de 1982, el índice cayó en 52.8%, mientras que la inflación se disparó en 256.3%, en igual lapso.

Visto por segmentos del mercado, se observa que de 1980 a 1982 el total de títulos públicos operados creció 380% en términos nominales y 116.8% en términos reales. Respecto al importe de operaciones totales de la BMV, correspondió a Petrobonos y Cetes el 83.5% en 1980, 87.2% en 1981 y 80.5% en 1982. La operación de los primeros creció, en el trienio, 375.5% (115% en términos reales); la de los segundos 355.9% (109.8% en términos reales). Así, el mayor importe de las operaciones de la bolsa durante el auge económico general correspondió al endeudamiento público. Esto queda claro en el hecho de que los Petrobonos ofrecidos representaron 22.8%, 36.2% y 18% del total operado en 1980, 1981 y 1982; a la vez que para esos tres años, los Cetes ofrecidos alcanzaron 61.8%, 47.5% y 57.3% del total operado.

El comportamiento especulativo también se observó en los títulos privados, aunque con una tendencia a la baja en este segmento del mercado. La operación de acciones se elevó, de 1980 a 1981, 36.8% en términos nominales, y sólo 6.8% términos reales. En cambio, las acciones ofrecidas disminuyeron nominalmente 62.5 por ciento. En 1982 ya no se ofrecieron acciones y su operación descendió algo más del 55 por ciento.

En cambio, los papeles comerciales de las empresas mostraron un crecimiento extraordinario en esos tres años. Su oferta se elevó de 1.2 a 96.7 millones de pesos, lo que representa un incremento de casi 40 veces en términos reales; en tanto su operación aumentó de 1.9 a 426.4 millones de pesos, significando un ascenso de casi 100 veces en téminos reales.

En consecuencia, la demanda por liquidez y la búsqueda de la

mayor rentabilidad en el corto plazo, hicieron que el mercado de valores operara predominantemente como un mercado de dinero, basado en el comercio de títulos de la deuda pública, complementado por la colocación de títulos privados.

El muy reducido financiamiento proporcionado por la bolsa a la inversión privada de largo plazo, reflejó también la conducta de las empresas cotizantes, en el sentido de desviar los recursos productivos hacia la búsqueda de utilidades vía la especulación. Y dadas las vinculaciones de dichas corporaciones industriales y comerciales con las instituciones bancarias, a su vez controladoras de las casas de bolsa y conectadas con la banca extranjera, los flujos de apropiación y succión del excedente cerraban el círculo en beneficio en estas fracciones del capital.

De conjunto pude decirse que al estallar la crisis de 1982 el mercado accionario de México se encontraba en una profunda crisis. En términos de dólares, el índice accionario de la bolsa había visto deteriorar su nivel en 92.1% de enero de 1981 a enero de 1983. El múltiplo del precio del mercado a utilidad se situó a fines de 1982 en 2.7 veces y el del precio a valor en libros en 0.3 veces, es decir, el precio de las cotizaciones era un poco menos de un tercio de su valor contable.

La situación era tal que durante 1982 no se colocó ningún papel accionario y el importe operado de acciones fue de 1.9% del total contra el 26.3% con el que participó durante 1979.

2.3 La coyuntura de 1982

En el período que transcurre entre 1977 y 1982 se precipitaron las tendencias que conducían a la desarticulación del sistema financiero y al estancamiento de la economía, al tiempo que se agudizó la disputa por apropiarse y resguardar el excedente disponible.

Esta "crisis dentro de la crisis" –y el derrumbe en 1982 de la estrategia de petrolización que había llevado al auge– no reflejó sino la imposibilidad de que continuase el pacto entre las fracciones dominantes del capital y el gobierno; porque su base de sustentación, que era el patrón nacional de acumulación de la industrialización sustitutiva, encontraba ya límites y contradicciones insuperables que

orillaban tanto al patrón como al propio pacto a una transformación substancial.

Tal pacto entre las fracciones dominantes del capital y del Estado, que parecía haber sido renovado al principio del sexenio y que tuvo ligeras fricciones en 1979, comenzó a debilitarse al año siguiente. Curiosamente en 1980, mientras que los distintos grupos del sector privado reducían la agresividad de sus críticas al gobierno, el Presidente de la República, tal vez creyendo que el auge de los años anteriores había sentado bases sólidas para la orientación económica y el acuerdo con dichas fracciones, declaró el 18 de marzo de 1980 que: a) se pondría en marcha el Sistema Alimentario Mexicano, b) se establecía un tope a la producción y exportación de petróleo, y c) México no ingresaría al GATT.

Las tres decisiones anuncian la intención de no apresurar las transformaciones industriales y del sector externo, así como la de atender especial y prontamente la insuficiencia agrícola y alimentaria.

Esto segundo pretendía elevar la productividad agrícola mediante una alianza económico-política entre el gobierno, los campesinos y los agricultores capitalistas pero sin afectar la estructura de la tenencia agraria; y los dos últimos puntos revelaban el triunfo de los sectores nacionalistas de la sociedad, y de los grupos menos oligopólicos de los empresarios. Era, en suma, la última oportunidad de mantener vigente una política económica y de desarrollo en un Estado de tipo social tradicional.

Todos estos propósitos se verían frustados, o de plano cambiados en el curso de los años siguientes a esta proclamación de 1980. En el contexto de declive de la producción y la exportación, creció la desconfianza económica y política, las expectativas devaluatorias e inflacionarias, así como la incapacidad de la política económica para salir avante de la etapa. Ello procesó y fue resultado del desgrane del pacto. Las fracciones capitalistas encumbradas y contraladoras de los circuitos bancario y financiero se dieron a la tarea de salvarse del desastre, no haciendo otra cosa que precipitarlo. Tello[30], expone de manera clara este proceso final de fragmentación. A mediados de julio de 1981 se aceleraron la inflación, la dolarización, la fuga de capitales (2,492 millones de dólares en el primer semestre del año a

[30] Tello (1984).

8,423 millones de dólares en el segundo), los desequilibrios financieros público y externo, las presiones devaluatorias y la reducción de las reservas internacionales.

Para hacer frente a estos desequilibrios la política gubernamental acudió sucesivamente al expediente recesivo. Contrajo, por un lado, la oferta monetaria, el crédito, el gasto público y la demanda agregada; aumentó, por el otro, las tasas internas de interés y la libertad de cambios (retiró al Banco de México del mercado cambiario en febrero de 1982), con el propósito de desligar las reservas de la fuga de capital y propiciar el ahorro interno. Pero estas medidas no lograron fomentar la confianza y acentuaron los problemas que pretendían frenar, prolongando la inestabilidad hasta el mes de septiembre.

Hasta agosto de 1982 entre los críticos empresariales a la política económica se incluía a los banqueros, quienes en su discurso mantenían las expectativas devaluatorias y de fuga de capitales. El viernes trece de ese mes la Secretaría de Hacienda y el Banco de México dieron a conocer una serie de reglas según las cuales los depósitos en moneda extranjera no podían ser transferidas al exterior y aquí en el país debían ser pagados en moneda nacional.

Esta decisión de las autoridades, orientadas a controlar la fuga de capitales por la vía de liquidar los "mexdólares" y cerrar los circuitos de conexión hacia la banca extranjera, provocó la rebeldía de la banca privada nacional. El domingo quince la Asociación de Banqueros publicó un desplegado donde informaba al público que la determinación gubernamental no tenía razón para cumplirse.

El poder de la banca se manifiestó al día siguiente: contradiciendo la decisión del viernes, las autoridades reiniciaron el lunes la transferencia de divisas al sistema bancario y, de ese modo, el financiamiento a la especulación. Más aún, el martes diecisiete la Secretaría de Hacienda, quizá con un afán ingenuo de conciliación, dió a conocer las menores cargas tributarias a la inversión, nuevas negociaciones con el FMI para reactivar el flujo de préstamos y el incremento de la plataforma de exportaciones petroleras a 1'700,000 barriles diarios. Esto pareció tranquilizar a los empresarios pero no detuvo la especulación y la salida de capitales.

A lo largo de la coyuntura los llamados grupos económicos nacionales encabezados por la banca privada habían logrado contro-

lar los mecanismos de valorización del capital, apropiación y distribución del excedente, influyendo fuertemente el funcionamiento general de la economía.

Esto era un factor que introducía tensiones y distanciamiento entre ellos y el resto de las fracciones capitalistas, fundamentando así la crítica genérica de los empresarios a la política económica que, a pesar de las declaraciones, era favorable a los mencionados grupos.

Pero también planteaba fricciones agudas de estos grupos con el mismo gobierno, cada vez más impotente para ejercer sus funciones rectoras y poder asegurar las condiciones que exigía la reproducción del capital social.

El hecho de que la banca privada nacional tuviera en esos años relaciones y compromisos estrechos con el capital bancario transnacional, y que gracias a ello estuvieran abiertos los canales para retirar el capital del país con o sin registro, constreñía peligrosamente la posibilidad estatal de gestión de los circuitos dinerarios y la soberanía.

Estas diversas tensiones desembocaron en la medida nacionalizadora de la banca anunciada sorpresivamente por el presidente López Portillo el día 1 de septiembre de 1982 en su informe anual al Congreso. Dicha medida fue justificada por el gobierno en razón de la necesidad de actuar ante la progresiva desarticulación de los circuitos monetarios y financieros generada por la fuga de capitales que habían promovido los banqueros, y que amenazaba con la pérdida de soberanía monetaria nacional.

Al estallar la crisis de 1982, la vertiginosa disputa por el control del excedente librada y la que desembocó en la crisis del patrón de acumulación dejaba entre otros, los saldos siguientes: a) la interrelación y supeditación de los circuitos monetario-crediticios nacionales a los de la banca trasnacional, haciendo de ésta uno de los principales agentes que en lo sucesivo disputarían el excedente; b) el quiebre final del pacto hegemónico entre las fracciones dominantes, que había conocido intentos efímeros de compostura desde inicios de los setenta; c) una situación económica a la deriva y un vacío de poder estatal que necesitaban ser recompuestos de manera urgente y radical, y d) una situación de incertidumbre generalizada acerca de las condiciones materiales y las reglas de asignación del excedente que permitieran la continuidad en la reproducción del capital.

CAPITULO III

Nuevo patrón de financiamiento y superciclo accionario, 1982-1987

INTRODUCCIÓN

En el período que transcurre entre el estallido de la crisis de deuda en 1982 y fines de 1987, el capitalismo mexicano experimentó modificaciones intensas y profundas, tanto en lo que se refiere al conjunto del patrón de acumulación como en lo que hace a las relaciones financieras. En cuanto a lo primero, se trata de un proceso complejo cuyo pleno análisis escapa a los alcances de este estudio.[31]

En lo que respecta a los cambios en las relaciones financieras, se traducen en mutaciones de gran alcance en el patrón financiero nacional y su relación con la acumulación de capital productivo. Ellos son, básicamente, la dependencia creciente de la economía nacional respecto a la deuda externa, la atadura de las finanzas públicas a un tipo de endeudamiento interno más oneroso que el tradicional, la expansión explosiva de los mercados de dinero no bancarios, y la preminencia de las formas financieras de rentabilidad del capital.

En particular, esto último expresa un proceso de reasignación del excedente por la vía financiera que, más allá de sus efectos redistributivos, involucra cambios sustanciales en las reglas y los procedi-

[31] Para un análisis de la conformación del nuevo patrón de acumulación puede verse Garrido (1988).

mientos en que se sustenta el control de dicho excedente así como una recomposición de las relaciones entre las fracciones dominantes del capital y el Estado.

El comportamiento del mercado de valores durante este período refleja con fidelidad esta situación. El prolongado auge que se observa durante el mismo es uno de los más importantes resultados que provocó la coyuntura financiera de la crisis; y en esa medida también trasciende como uno de los principales ejes en que descansa la modernización del sistema financiero. Dentro de este proceso destaca el superciclo desarrollado en el segmento accionario de dicho mercado, que culminó con el crac de octubre de 1987.

Los fenómenos desarrollados en el mercado de valores durante estos años muestran el punto extremo al que había llegado la crisis del patrón nacional de acumulación anterior, al tiempo que fungen como una de las más poderosas palancas en que se apoya la configuración del nuevo.

En conjunto, se trata de un proceso intensivo de centralización dineraria que agudiza las tendencias contradictorias que se venían desarrollando desde años atrás, llevándolas hasta el límite de su resistencia; y que al trastocarlas, contribuyó a impulsarlas hacia una nueva matriz generadora de otro modelo de desarrollo.

Desde este punto de vista se puede afirmar que la política económica del período reforzó dicho proceso cumplido en la esfera financiera, no sólo por los instrumentos utilizados para alcanzar sus objetivos de corto y largo plazos, sino también por las reformas institucionales y legales promovidas.

En la primera sección de este capítulo consideramos los elementos que caracterizan a las nuevas relaciones financieras generadas a partir de la crisis y del modo de gestión gubernamental de la misma, así como los rasgos básicos del patrón financiero que se conforma y las reformas legales mediante las que se concretó. En la segunda sección analizamos la evolución del mercado de valores y el ya mencionado superciclo del mercado accionario, destacando algunos factores explicativos de esta evolución.

1. Nuevo patrón de financiamiento generado a partir de la crisis de 1982

1.1 Transformación de las relaciones financieras y estrategia de gestión de la crisis de deuda de 1982

La crisis desatada durante 1981-1982 fue un momento culminante en el largo período de transformaciones y ajustes que venía experimentando la economía mexicana desde los años setenta. En esta crisis se manifestaron con mayor nitidez que nunca fenómenos que ya se perfilaban desde mucho antes: por un lado, la utilización del espacio monetario-financiero como forma preponderante para valorizar el capital; por otro lado, el control hegemónico del excedente por parte de las fracciones bancarias del capital.

La desarticulación tendencial de las modalidades de financiamiento a la acumulación, que se había producido a lo largo de la crisis en el patrón de acumulación, fue precipitada en el bienio 1981-1982 por la interrupción de los préstamos externos y la estrepitosa caída de los precios internacionales del petróleo. La deficiencia y debilidad del sistema monetario-financiero nacional ante esta crisis se evidenció en el comportamiento incontrolado del índice inflacionario, la dolarización, la fuga de capitales, la devaluación y todo tipo de prácticas especulativas.

Al dispararse estas variables, dislocaron los circuitos financieros que posibilitaban la valorización del capital y los disociaron totalmente de la acumulación productiva.

En consecuencia, se presentó una serie de restricciones a la continuidad de la reproducción ampliada del capital social, tales como la inestabilidad de precios y del tipo de cambio, el estrangulamiento del sector externo y de las finanzas públicas, y la falta de ahorro disponible para la inversión productiva privada. Por ello la coyuntura financiera pasó a ser el problema de más urgente resolución en la crisis en 1981-1982.

Como consecuencia de dicha pugna, en los meses previos al ascenso de la administración De la Madrid se había desembocado en la salida de los recursos monetarios del país a través de la fuga de capitales; se había puesto en riesgo el mantenimiento de las condiciones mínimas necesarias para la reproducción del capital social

en su conjunto; se había perdido la capacidad estatal para gestionar los circuitos dinerarios nacionales y se había llegado a la ruptura del pacto hegemónico que se había intentado reconstruir desde 1977.

Dentro de ese contexto, la nacionalización de la banca y el control de cambios decretados por el presidente López Portillo casi al final de su gestión, en septiembre de 1982, parecieron ser decisiones que podían frenar las tendencias apuntadas; y que con ello el Estado podría recuperar la capacidad de regulación de los circuitos dinerarios internos, su articulación con los externos, así como el control en el uso y la distribución del excedente dentro de la lógica tradicional. Es decir, que dichas medidas permitirían reconstruir el mando gubernamental para orientar la economía bajo un paradigma de desarrollo bajo la activa intervención estatal, congruente con el que hasta entonces había sido la interpretación dominante del proyecto nacional revolucionario.

El ascenso de la administración De la Madrid tres meses después de haberse decretado aquellas medidas, significó un cambio radical en los supuestos, los objetivos y las estrategias de la política económica con que se haría frente a las mismas circunstancias críticas, marcando nuevos rumbos para la gestión de la crisis.

En efecto, desde la perspectiva de la nueva administración el colapso de 1982 proporcionaba las condiciones económicas, políticas e ideológicas para producir el gran cambio estructural en las modalidades de acumulación permitiendo iniciar una nueva configuración bajo el signo de una política de privatización y apertura inducida de la economía hacia el mercado mundial.

Para ello se buscó articular la estrategia de corto plazo con la de profundización y aceleramiento de la transformación del patrón nacional de acumulación; la política estabilizadora y recesiva seguida por la administración De la Madrid propició al mismo tiempo la transferencia del excedente hacia las fracciones del capital por su eficiencia estaban mejor dotadas para el cambio estructural y que son las mismas que lograrían controlar los circuitos financieros.

Así, se fijaron dos premisas principales para la gestión de corto plazo: la primera, que el pago de la deuda externa era una variable inamovible, con la tesis de que el país debía volver a ser sujeto de crédito externo y campo confiable de la inversión extranjera directa; la segunda premisa era que para abatir las presiones inflacionarias

se mantendría una severa contracción monetaria y crediticia, por lo cual se definieron condiciones que orillaron al gobierno a financiar su gasto a través de la colocación de títulos de la deuda pública, impulsando con ello la expansión del mercado de valores.

Este impulso a dicho mercado, junto con el sostenimiento de elevadas tasas de interés para fomentar el ahorro nacional y evitar la fuga de capitales en el contexto recesivo del mercado interno, explica que las empresas privadas, y en general los particulares enterados, trataran de valorizar su capital en el medio bursátil.

1.2 El nuevo patrón de financiamiento

El conjunto recesión-inflación que caracteriza a la actividad económica de los años que transcurren desde 1983 hasta 1987, aunado a la restricción externa, es un factor que delimitó de modo general las condiciones que prevalecieron en el sistema financiero.

Con ello se estableció un círculo vicioso: ante una capacidad de ahorro deteriorada y la necesidad de cumplir con el servicio de la deuda externa, se aplicó una política económica que pretendió elevar dicho ahorro por medio de rendimientos financieros altos; pero dadas las circunstancias, la liquidez capturada por esta vía no se convirtió en financiamiento a la inversión productiva, sino que se colocó en inversiones de cartera que redituaban altos beneficios en el corto plazo.

Así, este incremento del capital disponible canalizado como ahorro financiero no se tradujo en demanda efectiva que estimulara la producción; esto incidió a su vez en ventas menores, producción en descenso y caída en la demanda de medios de producción, abatiendo los niveles de ingreso y empleo, a pesar de que continuaba incrementándose el ahorro nacional bajo forma financiera.

Este círculo vicioso se explica en parte porque a partir de la crisis de deuda externa la disponibilidad de divisas se convirtió en un factor de verdadero estrangulamiento de las finanzas nacionales.

Hasta 1982 México había absorbido ahorro del resto del mundo por la vía financiera, con lo que pudo sostener una balanza de cuenta corriente deficitaria. Pero con el estallido de la crisis de la deuda externa a partir de ese año, el país cayó en un virtual moratoria por

lo que se vió excluido de los mercados financieros internacionales voluntarios.

Fijada la política de cumplir con el servicio de la deuda externa, México logró mantener la renovación de créditos para poder cumplir con dicho servicio. Pero también debió disponer de divisas para satisfacer la demanda de dólares que requería la llamada "fuga de capitales" durante estos años.

En consecuencia, tanto por concepto del pago del servicio de la deuda como por el de salidas de capital, el país en 1982 se convirtió en un exportador neto de capitales, cambiando aquel sentido tradicional de los flujos financieros internacionales mencionados más arriba. Es así que hasta 1986 se habría transferido al exterior una magnitud acumulada de 50 mil 700 millones de dólares, equivalente al 48% del total de exportaciones y al 72% de las exportaciones petroleras de ese período.

Dos órdenes de cuestiones entrelazadas explican esa brutal transferencia neta de recursos financieros al exterior: por una parte, una política económica encauzada prioritariamente al pago del servicio de la deuda externa y a elevar la lucratividad de los intermediarios financieros por el diferencial de las tasas de interés activas y pasivas y por las comisiones; en el país; y por la otra, la presión de las tasas de interés internacionales, la escasez de capital de préstamo y los bajos precios de los productos de exportación tradicionales. Así, la endeble situación financiera de la balanza de pagos que impactó a las finanzas nacionales fue fruto de las tendencias de recomposición del capitalismo a nivel mundial, a las cuales se han venido integrando las fracciones del gran capital nacional, y de los compromisos pactados por el gobierno para hacer frente a la deuda externa.[32]

De este modo, México transfirió segmentos sustanciales del ahorro nacional al exterior, reduciendo con ello tanto su capacidad importadora como las posibilidades de ampliar su capacidad productiva. Pero al mismo tiempo, ese proceso de transferencia de excedente al exterior debilitó la capacidad de pago del país; esto condujo a que desde fines de 1985 por presión de la Banca Trasnacional se iniciara una larga etapa en la que se interrumpieron los flujos internacionales de crédito. Finalmente éstos se restablecieron gracias a una nueva renegociación de la deuda en 1986, incluyendo un crédito

[32] Leriche y Quintana (1986).

que permitió que siguiera operando la economía nacional a pesar del severo impacto que provocó el colapso de los precios del petróleo en ese período.

La nueva condición estructural por la cual el país se convirtió en un exportador neto de capitales tuvo una gran importancia porque el endeudamiento externo había sido la salida tradicional del sector público ante las presiones de su déficit y la dificultad política de subsanarlo con fuentes internas en razón de la disputa con los banqueros privados considerada en el capítulo anterior. Por ejemplo, el financiamiento externo de 1971 había significado el 17.3% del gasto deficitario, mientras que en 1977 alcanzó el 43.8% de ese rubro.

En las circunstancias particularmente restrictivas para el gobierno en cuanto a la disponibilidad de recursos existentes desde fines de 1982, la participación de la deuda externa en el financiamiento del sector público se redujo de 33.6% en 1983 a 2.6% en 1985; esta participación se elevaría a 7.7% en 1986 como resultado de los créditos contingentes otorgados por el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial en ese año.

Este cambio de signo en los flujos financieros con el exterior a partir de 1982 trajo consigo como contrapartida la elevación de la deuda pública interna, con la cual se cubriría el déficit del sector público; esto llevó a absorber recursos del sistema financiero de manera creciente, explicando la colocación que encuentra el incrementado ahorro financiero privado mencionado más arriba.

Las cifras son ilustrativas: mientras que entre 1977 y 1981 el sector público había recibido el 59% del total de financiamiento otorgado por el sistema bancario consolidado, en diciembre de 1986 representaba el 74.2% del saldo total. A su vez, la deuda interna pública contratada para financiar ese déficit, como proporción del PIB pasó del 3.9% en 1983 a 13.7% en 1986.

El déficit financiero del sector público como proporción del PIB había sido de 5.7% en 1977 y de 17.6% en 1982 alcanzando el 10.2% en promedio durante el sexenio de López Portillo; este porcentaje aumenta a 12.6% durante los cuatro primeros años de la administración De la Madrid, pasando de 8.9% en 1983 a 16.2% en 1986.

El cambio en la rentabilidad relativa de las distintas esferas de acumulación de capital, premiando las inversiones financieras y las exportaciones, que resultaba de la crisis y de la nueva estrategia de

política económica realizada por la administración De la Madrid, junto a la mencionada necesidad de crecientes recursos financieros internos por parte del sector público, se tradujo en cambios cuantitativos y cualitativos de las modalidades de financiamiento.

Mientras que desde 1977 a 1981 el déficit público se había financiado con recursos provenientes del Banco de México en cerca de 45% del total requerido, en 1983 dicho financiamiento asciende al 60% de dicho total. Pero a partir de entonces la importancia del financiamiento otorgado por el Banco se reduce vertiginosamente a 40.5% en 1985 y a 27.3% en 1986. En su lugar, se incrementa la participación del crédito bancario comercial en el financiamiento del déficit público, ya que pasa de representar el 0.8% en 1983 al 41.3% en 1986, mientras que el financiamiento recibido vía títulos bancarios pasa de 7.4% a 11.3% en ese lapso.

Por otra parte, al reducirse la emisión primaria de dinero como forma de financiar el déficit público, incrementaron su relevancia otros instrumentos financieros del gobierno, en especial los Cetes cuya importancia en la colocación de deuda interna del Gobierno Federal a través de valores pasa de 0.8% en 1978 a 10% en 1981 y de 18% en 1983 a 86% en 1986.

En el marco de la dinámica impuesta por la política económica para contraer la demanda y alentar el ahorro, esta forma de financiar el déficit financiero del gobierno resultó sumamente onerosa. La participación del pago de intereses en el gasto total del sector público consolidado pasó aproximadamente del 8% en 1981, al 11% en 1982 y al 30% en 1986.

Dicho pago, como proporción del PIB, pasó del 8.3% en el primer año al 16.7% en el segundo. Sólo de 1985 a 1986 este pago de intereses creció en 164.8 por ciento. Así, el peso de los intereses en las finanzas públicas llegó a ser decisivo para explicar el déficit del gobierno y la dinámica financiera nacional, ya que desde 1983 el presupuesto primario antes del pago de intereses era superavitario en montos crecientes. Pero al mismo tiempo, dicho pago de intereses permitió que la rentabilidad financiera se duplicara durante los cuatro primeros años del sexenio de la administración De la Madrid.

Esta dinámica conformó una escalada creciente del costo financiero de los recursos internos, donde el costo porcentual promedio en moneda nacional (CPP) siguió a la inflación durante el período,

pasando de 45.5 en noviembre de 1982 a 95.33 en diciembre de 1986; y el nivel promedio de la tasa de interés sobre operaciones interbancarias en moneda nacional se incrementó de 45.89 en 1982 a 110.35 en diciembre de 1986.

La magnitud y el crecimiento de los porcentajes indicados contrastaban con los correspondientes a otros rubros. Por ejemplo, la formación bruta de capital en proporción al PIB pasó de 21% en 1982 a 15% en 1986; en particular, la correspondiente al sector público en el mismo lapso, se redujo de 9.3% a 5.1 por ciento. Sólo en 1985 y 1986, el gasto público en capital representó el 69% y el 45% del pago de intereses internos, respectivamente. En el año de 1986 el sector público pagó 13 billones de pesos por concepto de intereses de los cuales 9.8 fueron destinados a intereses de la deuda interna.

Además de su gravitación sobre las finanzas públicas, esta elevación del costo financiero de los recursos internos tuvo otros efectos para las relaciones de financiamiento, como la de impulsar al sector privado a buscar otras fuentes financieras menos onerosas.

Una de ellas fue el mercado bursátil, sobre el que volveremos más adelante.

Otra vía de financiamiento surgida en estos años fue el denominado mercado "paralelo". Este último correspondió a los flujos de fondos entre las empresas o particulares fuera de los marcos de la intermediación financiera institucional, realizados entre los que disponían de liquidez de corto plazo y aquellos que demandaban financiamiento y no encontraban satisfacción en la oferta de fondos bancarios o del mercado de dinero en la bolsa.

En general, se trataba de un mercado solvente donde participaban empresas de reconocido prestigio que eran clientes importantes de las principales casas de bolsa; este mercado operaba sustentado en que las propias tesorerías de las empresas superavitarias se ponían en contacto con quienes requerían fondos, de manera directa o por medio de algún intermediario especializado.

Según sus características, este mercado no tenía restricciones o reglamentaciones oficiales; las tasas de interés que se pagaban en el mismo eran atractivas, aprovechando que el diferencial de las tasas bancarias pasivas y activas llegaba incluso en algunos casos hasta 30 y 40 puntos, y que sus costos de intermediación eran más bajos. Se calcula que de este modo en 1985 se manejaron en ese mercado "pa-

ralelo" cerca de 900 mil millones de pesos, y para 1986 quizá llegó a los 2 billones de pesos.

Finalmente, otro signo de la recomposición en el conjunto de las modalidades de financiamiento a la acumulación de capital fue convertir la deuda externa privada en capital de las empresas como resultado de programas como Ficorca.[33]

Esto último fortalecía la política de inducir compulsivamente al cambio estructural, y también con los perfiles que apunta el nuevo patrón de acumulación. Sin embargo, esta recomposición financiera de las grandes empresas no se tradujo en un incremento significativo de la inversión productiva durante estos años; por el contrario, una porción considerable de dichos fondos se canalizaron a la colocación financiera en títulos de la deuda pública o en los mercados "paralelos", lo que se explica por la atmósfera de especulación que caracteriza a la coyuntura de estos años y la restrictiva política monetaria aplicada.

1.3 Aspectos legales de la reforma financiera

La aparición de nuevos patrones financieros producida en el contexto de los cambios estructurales en la base económica y la recomposición del bloque hegemónico, tuvo sanción jurídica e institucional.

Ya desde diciembre de 1982 comenzaron las adecuaciones institucionales tendientes a modificar la organización y el funcionamiento del sistema financiero nacional así como a redefinir jurídicamente las áreas de competencia de los agentes involucrados, respecto a como éstas habían quedado desde la nacionalización de la banca promulgada tres meses antes por el presidente López Portillo.

La nueva reglamentación de la banca nacionalizada abrió la po-

[33] El Fideicomiso para cobertura de riesgo cambiario (FICORCA) fue establecido por el gobierno para permitir la reestructuración de la deuda en dólares contraida por las empresas; significó de hecho una estatización de este segmento de la deuda privada externa, y la generación de fondos líquidos en pesos para las empresas que ingresaron al programa. Para un análisis detallado de esta reestructuración financiera de las grandes empresas y su significado en el nuevo patrón financiero, ver Garrido y Quintana (1986).

sibilidad a los particulares de participar en la propiedad de la misma hasta un límite del 34% de las acciones, cuidando que ninguna persona moral o física pudiera concentrar su adquisición.

Desde la perspectiva oficial, con ello se trataba de dar participación a los particulares en el manejo y el patrimonio de las instituciones bancarias; en la interpretación del presidente De la Madrid "..Nacionalizar no es estatizar. La banca nacionalizada debe ser del pueblo y no de una minoría de dirigentes".[34] En consistencia con ello también se invitó a los anteriores funcionarios de la banca privada a contribuir a su administración, dada –se dijo– la experiencia que podían aportar.

Esa propuesta de la nueva administración era importante más como intento gubernamental de acercamiento y conciliación con los empresarios del país, que por su viabilidad inmediata. Con ella se procuraba cerrar la profunda brecha en la relación entre este sector y el gobierno, abierta por la nacionalización bancaria. A la manera de gesto de buena voluntad del gobierno, con la apertura del patrimonio y la gestión de la banca se establecía formalmente el compromiso de otorgar un papel más significativo a la iniciativa privada en el manejo de la economía en general y del sistema financiero en especial.

Transcurrirían cuatro años y muchas demostraciones oficiales antes de que pudiera concretarse la venta de las acciones de las sociedades nacionales de crédito pero desde los primeros meses de 1983 se iniciaron los estudios y trámites para cubrir las indemnizaciones correspondientes a los ex-banqueros. En octubre de 1983 se pagó con Bonos de Indemnización Bancaria el patrimonio según la valuación del gobierno incluyendo los intereses acumulados desde septiembre de 1982.

Otro aspecto del mismo problema que también estuvo a debate a lo largo de 1983 y se consumó en gran parte en 1984, fue la venta de las acciones de las empresas no bancarias que estaban en poder de la banca. Si bien se asume comunmente que la mayoría de estos títulos de propiedad volvieron a manos de ex-banqueros, no por ello puede descartarse que estas transacciones contribuyeran a reestructurar las fracciones dominantes del capital privado, al propiciar

[34] López Portillo y Beltrán (1984) p. 48.

el reagrupamiento de los empresarios en nuevos y más poderosos grupos y holdings.[35]

De cualquier modo, el hecho de ceder las acciones de empresas industriales y comerciales que poseía la banca nacionalizada significó restrigir la funcionalidad bancaria a una mera intermediación para la captación y el crédito.

A consecuencia de ello se imposibilitaba que las sociedades nacionales de crédito compitieron en el mercado de capitales; y por otra parte se limitaba que a partir de ellas se puedieron formar grupos industriales-financieros públicos que encabezaran o al menos influyeran de modo importante en la orientación de las distintas actividades económicas prioritarias para el desarrollo. En la nueva estrategia financiera tanto el mercado de capitales como la formación de grupos financieros estarían reservados a empresas privadas.

En agosto de 1983 se dió a conocer la primera reestructuración del sistema bancario nacional luego de la nacionalización, la que tenía como finalidad aumentar la integración y eficiencia del mismo.

Meses después se publicó el Programa Nacional de Financiamiento al Desarrollo (PRONAFIDE), el cual ratifica en términos de planeación estratégica la disociación entre mercados de dinero y de capital; impone el requisito de financiar el déficit público por la vía de colocar títulos de la deuda pública interna en el mercado de capitales, con el fin de evitar el efecto inflacionario del financiamiento del déficit; y plantea el fomento del ahorro como una de las finalidades esenciales de esta reforma.

Estos propósitos se materializan en diciembre de 1984 a través de un paquete de nuevas leyes, reformas y adiciones a la estructura y el marco jurídico general del sistema financiero.[36]

Los cambios más sobresalientes que resultaron de estas medidas fueron los siguientes: se redujo el encaje legal como fuente de financiamiento al gobierno del 50 al 10%; se desvincularon las reservas respecto a la emisión primaria; se impidió a las sociedades naciona-

[35] El paquete incluyó nuevas leyes para el Servicio Público de Banca y Crédito; Orgánica del Banco de México; General de Organizaciones e Instituciones Auxiliares del Crédito y de Sociedades de Inversión. Contempló también cambios y adiciones a las leyes del Mercado de Valores; General de Instituciones de Seguros, y Federal de Instituciones de Fianzas. Nafinsa (1985) p. 860.

[36] González T. y De Lara (1985) p. 16.

les de crédito operar directamente en el mercado de valores y participar patrimonialmente en las casas de bolsa, dejando aquel campo como exclusivo de estas últimas; se dió impulso a las sociedades de inversión; y se limitó el acceso a los puestos directivos del Banco de México sólo a personas de probada competencia en la materia y con antiguedad en las instituciones correspondientes.[37]

Al analizar tales disposiciones se observa con claridad lo siguiente:

En primer lugar, limitar el financiamiento de la banca central al gobierno para evitar efectos inflacionarios no sólo debilitaba el margen de acción del gasto público y de la intervención estatal en la economía; también obligaba al gobierno a buscar otras fuentes de financiamiento. Dadas las restricciones financieras externas ya mencionadas, estas fuentes se reducían al endeudamiento interno canalizado por el mercado bursátil. En otras palabras, la estrategia de reforma financiera conducía necesariamente a poner al Estado como principal promotor del mercado de valores.

En segundo lugar, de manera compatible con lo anterior, como consecuencia de la reforma el Banco de México se desligó de la Secretaría de Hacienda para dedicarse por entero a su función de regular la oferta monetaria y el crédito. Esto, además de suponer la dicotomía entre economía real y monetaria, constituía una forma de aumentar el poder autónomo de la banca central.

En tercer lugar, dentro del espíritu general de la reforma, la decisión de desvincular la emisión primaria del nivel de reservas tenía como fin evitar que la esperada recuperación del equilibrio en la balanza exterior que resultaría del aumento de las exportaciones y la obtención de créditos se tradujera en mayor demanda y presiones inflacionarias; o que la permanencia del desequilibrio afectara la política monetaria de estabilización, ya que en tal caso el Banco de México tendría posibilidad de controlar el medio monetario para

[37] Según Hacienda, "los intermediarios financieros no bancarios estuvieron ligados históricamente a las instituciones de crédito, lo cual limitó su desarrollo y propició que el otorgamiento de créditos se condicionaran a la contratación o realización de operaciones con intermediarios filiales de bancos. Tanto para el correcto desenvolvimiento de los mercados financieros, de las instituciones que lo integran y de sus instrumentos, como para la protección de los intereses del público, se hacía necesaria la desvinculación de las instituciones de crédito con respecto a ciertos intermediarios financieros no bancarios, posibilitando que cada sector haga su mejor contribución al proceso de desarrollo del país". Nafinsa (1985) p. 859.

contrarrestar conductas no deseables derivadas de la inestabilidad en el sector externo.

En cuarto lugar, es fácil comprender por los puntos anteriores porqué no resulta anecdótico que entre las modificaciones legales se incluyera el punto según el cual el Banco de México aseguraba la propia reproducción de sus cuadros haciendo que su dirección quedara a cargo de profesionales competentes y con experiencia financiera. Esto tenía por objeto garantizar a los empresarios que la gestión pública de la banca no estaría realizada desde una perspectiva "populista" de utilización del crédito.

En quinto lugar es evidente que uno de los puntos más importantes para la reorganización del sistema financiero era la reasignación de funciones a los agentes que participan en el mismo. De acuerdo a lo señalado más arriba, en la nueva estructura financiera que surgía de la reforma se excluía a las sociedades nacionales de crédito de participar en el mercado de valores, conceptualizándolas como simples intermediarios del mercado de dinero.[38] En contraste, a las casas de bolsa y las sociedades de inversión se les adjudicó la responsabilidad de operar el mercado de capitales, como modalidad principal para el financiamiento a la acumulación del capital.

Dadas estas condiciones la situación de la banca nacionalizada quedaba muy claramente delimitada. Por una parte, por las elevadas tasas de interés activas que aumentaron el costo financiero de la inversión y que restringieron la demanda de créditos; y por la otra, con el incremento del encaje bancario hasta el 90% absorbiendo todo el crédito bancario en beneficio del Gobierno. De conjunto, la banca nacionalizada comenzó a perder terreno velozmente frente al mercado de valores y las casas de bolsa.

Así, la reforma financiera fortaleció los intereses de las fracciones capitalistas que dominaban los circuitos financieros bursátiles; y al mismo tiempo, generó las bases de una tensión entre banca nacionalizada y casas de bolsa consistente en la competencia por el control de los recursos y el crédito.

Por otro lado, la misma permanencia del estancamiento con inflación, hizo que la intención de convertir al mercado de valores en un mercado de capitales que procurara financiamiento de largo plazo a la acumulación productiva del capital derivara en que dicho mer-

[38] Leriche (1987) p. 34.

cado se desarrollase como un espacio de alta e inmediata rentabilidad especulativa.

Por ello el efecto global de las nuevas leyes de 1984, consistió en impulsar el crecimiento de la intermediación financiera en la dirección que la misma tomaría en los años siguientes. Es decir, un desarrollo del sistema financiero con base en los intermediarios no bancarios privados de los que se esperaba promovieran la acumulación de montos suficientes de dinero como para permitir el financiamiento de la inversión productiva que debería acompañar al cambio estructural.

Sin embargo, con esta legislación se institucionaliza al mismo tiempo el mecanismo de transferencia de excedentes a una parte del sector privado por parte del sector público a través de la deuda de este último, lo que fue el fundamento de la acumulación financiera lograda por los grupos del gran capital nacional y las empresas trasnacionales en estos años.

2. Auge del mercado de valores y superciclo del mercado accionario, 1982-1987

2.1 Auge del mercado de valores

Luego de haber identificado las circunstancias macroeconómicas generales y del sistema financiero que se presentaron durante el período 1982-1987, podemos considerar en detalle el nuevo papel que comienza a cumplir el mercado de valores a consecuencia de todo ello.

De acuerdo a lo indicado más arriba, en el contexto del nuevo patrón financiero, y en especial del nuevo significado asumido por el financiamiento de la deuda pública interna, el mercado de valores conoce una expansión extraordinaria.

El impacto de la expansión en el período se hace evidente si la referimos como porcentaje del PIB. El importe operado total entre 1978 y 1982 alcanzó el 18.1% del PIB, mientras que entre 1982 y 1986 llegó al 70%, proporción que muestra el contraste entre el despliegue del mercado de valores y la fase recesiva de la dinámica económica.

Al mismo tiempo, este acelerado crecimiento refleja la impor-

tancia del mercado de valores como espacio de financiamiento a los sectores institucionales de la economía, en detrimento del sistema bancario. Esto se confirma en el hecho de que mientras el saldo de instrumentos financieros bancarios (M_4) como proporción del PIB se redujo de 35.5% en 1982 a 30.2% en 1986, los activos financieros no bancarios se incrementaron de 3.2% a 7.9%, en igual lapso. Asimismo, el sistema bancario redujo su magnitud relativa dentro del sistema financiero, medida a través de su participación en el total de los agregados monetarios entre 1982 y 1986: de 91.7% a 79.4%, cubriendo la diferencia los activos financieros no bancarios: de 8.3% en 1982 a 20.6% en 1986.

Este auge del mercado de valores permitió la obtención de utilidades extraordinarias por parte de los principales inversionistas y casas de bolsa. Pero junto con esos ingresos, estos agentes adquirieron una enorme capacidad para influir en la política económica debido a su singular papel en el nuevo patrón de financiamiento. Esto se evidenciaba en la pugna entre Banco de México y estos oferentes de fondos en torno a la fijación de las tasas de rendimiento de los Cetes. Por ejemplo, en octubre de 1985 el Banco de México decidió imponer una tasa menor a la que hasta entonces prevalecía, a fin de reducir el oneroso pago de intereses que recaía sobre el erario. Sin embargo, esta medida no se pudo concretar por la descolocación de Cetes que generó; esto obligó al Banco de México a volver al precedimiento anterior según el cual esta institución sondeaba la opinión de los agentes bursátiles para determinar los montos a colocar y las tasas a pagar.

Este condicionamiento a la política gubernamental fue posible gracias a la situación macroeconómica del momento, la que a su vez se debía en gran parte a la estrategia de gestión de la crisis y el cambio estructural aplicada por el Gobierno.

En efecto, las reformas legales al sistema financiero, generadas en diciembre de 1984 y publicadas en el mes siguiente restringieron aún más la opción de financiar el gasto público mediante el encaje legal o la emisión primaria; es decir, condujeron a que el Gobierno aumentara su dependencia del endeudamiento interno.

A esto se añadió un descenso en el ingreso de divisas por concepto de superávit en el comercio exterior, causada por el alza de las importaciones y el descenso de las exportaciones durante 1984

y la primera parte de 1985; por otro lado, durante todo 1985 continuaron las dificultades para seguir renovando los créditos externos; finalmente, también en este año repuntó la inflación.

La reaparición conjunta de estos desequilibrios asociados al inesperado crecimiento del producto y la inversión registrado en los primeros seis meses, justificó que en el segundo semestre de 1985 el gobierno reforzara la política contractiva. A lo dicho debe de agregarle el extraordinario impacto negativo sobre las finanzas públicas y la balanza comercial que provocó la caída del precio internacional del petróleo a principios de 1986.

Así, el contexto anterior colocó en una situación por demás favorable a los tenedores y compradores de Cetes, ya que hasta cierto punto eran los principales soportes del financiamiento gubernamental. Si bien la magnitud absoluta de estos instrumentos y su proporción en el mercado pueden parecer insignificantes, el modo como operan incide en las finanzas públicas y es ilustrativo de la fuerza que llegaron a adquirir estas fracciones del gran capital.

No se trata de un hecho aislado. La fuga de capitales, la especulación comercial y cambiaria, la caída de la inversión privada nacional y extranjera, la evasión fiscal, fueron diversas respuestas de los grandes capitales privados a la crisis y la política gubernamental, para lograr readecuar el patrón de acumulación y el esquema de distribución del excedente tras su hegemonía en el contexto de las nuevas condiciones.

A mediados de 1986 se habían agudizado las tendencias recesivas, excediendo las previsiones y poniendo peligrosamente en riesgo el marco económico, social y político del país. Fue entonces que se sustituyó el Programa inmediato de reordenación económica (PIRE) con el Programa de aliento y crecimiento (PAC), programa que introducía matices significativos al modelo de política económica aplicado hasta entonces.

La diferencia principal entre uno y otro programa radicaba en que con el PAC se comenzó a hablar de que junto con combatir a la inflación era necesario reiniciar el crecimiento y la creación de empleos, así como reducir las tasas de interés y la subvaluación del tipo de cambio, así como alentar la inversión. Todo ello, sin embargo, condicionado a la reanudación de los créditos externos y la revaluación internacional del precio del petróleo.

Salvo la inflación y la inversión fija, el resultado de este nuevo programa fue una leve mejora en los indicadores macroeconómicos del primer semestre de 1987 en relación al segundo semestre de 1986. Ello estuvo ligado también a los nuevos préstamos otorgados por la banca trasnacional, que permitió elevar significativamente las reservas internacionales del Banco de México.

Junto con la aparición del PAC, el mercado bursátil registró un crecimiento sin precedentes, al tiempo que disminuía la importancia relativa de los Cetes respecto a la del papel comercial, las aceptaciones bancarias y las acciones empresariales.

En particular, el índice de precios y cotizaciones de estas últimas que había crecido 178% de diciembre de 1984 a diciembre de 1985, creció el 321% de esta última fecha a diciembre de 1986, y lo haría en 272% solamente los primeros seis meses de 1987. En contraste los importes ofrecidos y operados así como el volumen de las acciones negociadas, registró crecimientos mucho menores.

Sin embargo, este auge del mercado de valores y el incremento de su peso relativo respecto al sistema bancario no implica que dicho mercado se hubiera constituido en una opción significativa para el financiamiento de la inversión de las empresas. Por el contrario, el financiamiento ofrecido por instrumento respecto al importe operado total fue de 2.5% en 1985 y de 0.5% en 1986, lo que no sólo es insignificante sino que también fue decreciente en el bienio. Esto es un claro indicador de que por un lado, instrumentos tradicionalmente concebidos como mecanismos de financiamiento a la inversión en el mercado de capitales, han sido absorbidos por la lógica del mercado de dinero, de alta e inmediata rentabilidad y, por el otro del mayor y cada más importante papel que tiene la especulación financiera en la valorización del capital.

Este auge, por lo demás, estaba íntimamente vinculado a la estructura del mercado de valores, tanto en lo que se refiere a los propietarios de las casas de bolsa como en los que respecta a quienes cotizan y detentan los instrumentos.

Así, durante el período bajo análisis el mercado de valores, que se había concebido como un nuevo espacio de financiamiento a la acumulación, sirvió en esa coyuntura para operar un proceso de concentración y centralización de capital con base en la especulación financiera; esto permitió crear al mismo tiempo las bases de la nueva

hegemonía y las nuevas reglas de asignación y uso del excedente sobre las que se configuraría el nuevo patrón nacional de acumulación.

2.2 El superciclo del mercado accionario

Dentro de esta expansión del mercado de valores ocupa un lugar especial el desarrollo del mercado accionario, que conoció un formidable ciclo de auge entre 1983 y fines de 1987; la expansión inusitada del mismo y el orden de magnitudes alcanzado durante su desarrollo justifica que por sus extraordinarias características lo denominemos como un superciclo accionario. Esto obliga a un análisis de dicho ciclo para tratar de explicar su significado dentro del cuadro global que estamos considerando, por lo menos por dos razones.

Por una parte porque el objetivo explícito de la estrategia oficial para la reforma financiera considerada más arriba era promover una "profundización" del sistema a través de estimular el espacio del mercado de valores, en especial el segmento del mercado accionario como generador de financiamiento fresco para la producción. Con ello se buscaba superar los límites del sistema financiero previo a la nacionalización bancaria, considerados en el primer capítulo.

También es preciso señalar que hasta antes del quiebre del mercado accionario en octubre de 1987, la administración De la Madrid había logrado crear la impresión de que la evolución de dicho mercado era un símbolo central del cambio estructural en curso; dicho quiebre abrió múltiples interrogantes sobre sus causas, las que no fueron suficientemente contestadas en su momento.

Por otra parte, también es conveniente detenerse en el análisis de este ciclo del mercado accionario no tanto por los montos relativos, o por la novedad que aportara en cuanto al financiamiento otorgado, que permaneció centrado en el mercado de dinero; sino por que esta evolución del mercado accionario condensa el increíble ambiente especulativo desatado con el nuevo patrón de financiamiento en esta primera etapa del ajuste estructural.

Por todo ello parece pertinente preguntarse sobre qué carácter tuvo esta evolución del mercado accionario y qué relación guardó con los objetivos propuestos por el gobierno.

Para eso fijaremos los rasgos que presentó el ciclo del mercado

accionario durante el período de 1983 a 1987, dividiendo el análisis del mismo ciclo en tres grandes momentos.

a) La recuperación del mercado accionario 1983-1985

Comencemos recordando que como consecuencia del largo ajuste en la bolsa desarrollado a partir de 1979, los precios de las acciones se encontraban a niveles extraordinariamente bajos. Por ejemplo, a fines de 1982 y principios de 1983 el conjunto de acciones de las empresas que cotizaban en la BMV, según sus precios de mercado, valían 1.2 miles de millones de dólares; es decir, solo el 5.65% de lo que se exportó en ese año.

Esto, junto con la existencia de liquidez en la economía producida tanto por la recesión de 1982 y su profundización en 1983, como por las políticas de gestión de la crisis aplicadas por el gobierno, incentivaron la adquisición de acciones, elevando la rentabilidad de los mercados.

Con estas bases, el comportamiento del mercado accionario en 1983 fue muy favorable ya que se logró una ganancia real sin precedente de 100.4%; el múltiplo del precio de mercado a utilidad se elevó 4.7 veces; y el del precio a valor en libros se duplicó, reduciéndose el nivel de subvaluación al 40 por ciento. En este año de 1983 el rendimiento de las acciones superó en rentabilidad al resto de los principales instrumentos financieros nacionales e internacionales; y medido en dólares, el índice creció en 200 por ciento.

El auge se mantuvo hasta febrero de 1984, lográndose una ganancia nominal de 496.4% con respecto a diciembre de 1982 y de 712.9% en relación a mayo de 1982. Los beneficios reales obtenidos fueron elevados: en 14 meses se logró 193.75% de ganancia, lo que significó un promedio mensual del 8%; estos porcentajes tenían un fuerte impacto social si se tiene en cuenta que se presentaban en el contexto de una economía que en el año de 1983 había visto caer el PIB real en 4.2% y el salario mínimo en 20.5 por ciento.

Esta extraordinaria evolución de los rendimientos en inversiones accionarias parecerían confirmar los argumentos de quienes sostenían el atractivo de este mercado como espacio de inversión, y la pertinencia de la reforma que le dió preminencia. Sin embargo, hay que anotar que la obtención de estas rentabilidades tan elevadas de-

pendió del momento en que se hubiera ingresado al mercado, porque el riesgo de no invertir a mediano y largo plazos ha sido siempre alto.

Por ejemplo, quien compró acciones con el índice de enero de 1981 en la expectativa de una mejor perspectiva del mercado en el corto plazo, encontraría a fines de 1984 que el valor real de sus acciones, y con ello de su inversión, había caído en 61.8 por ciento. Este inversionista solo lograría recuperarse hasta octubre de 1986; es decir, 69 meses después, cuando el aumento del índice arrojaría una ganancia marginal de 14.2% respecto al momento de la compra. Pero esto sólo significaría un beneficio relativo de 0.2% mensual promedio.

Volviendo a nuestro análisis del ciclo accionario en la primera fase de 1983-1985, encontramos que en febrero de 1984 se llega al punto más alto en la evolución del índice, a partir de lo cual comienza un ajuste; y que en febrero de 1985 se alcanza el crecimiento nominal anual más bajo de dicho índice desde 1983. Medido en términos reales será hasta octubre de 1985, el mes siguiente de los macrosismos que afectaron a la Ciudad de México, que el índice logra recuperar el punto más alto alcanzado en 1984.

La actividad bursátil durante 1985 destacó por tener 3,056 millones de acciones negociadas contra 2,511 millones en 1984. En 1985 se pagó en términos corrientes por cada millón de acciones 198.34 millones de pesos contra 147.71 millones que se pagaron en 1984.

La rentabilidad real del índice accionario fue de 3.5% en 1984 y de 69.3% en 1985, ambos niveles superiores a los ofrecidos por los otros instrumentos financieros nacionales.

En 1985, el índice medido en términos reales toca fondo en enero y llega a su punto más alto en diciembre; en cuanto a la tendencia, se estableció una fuerte evolución al alza la cual culminó el 23 de enero de 1986.

Al terminar 1985 los niveles del mercado accionario de la BMV eran muy atractivos; el valor de las acciones equivalía al 14.8% del total de exportaciones, es decir, 3.2 miles de millones de dólares. El múltiplo del precio a utilidad había descendido de 6.6 veces en 1984 a 4.4 veces en 1985, y el del precio a valor contable pasó de 0.4 a 0.5 veces en esos años.

b) Del auge al superauge: desde enero de 1986 a octubre de 1987

En enero de 1986, y medido respecto a diciembre de 1982, el índice accionario había obtenido una ganancia en términos de dólares del 540%; medido en pesos reales se observaba un beneficio de 308.5% para el mismo período.

Ya en este mes de enero, el valor de las acciones del mercado había llegado a 4 mil millones de dólares, lo que significaba un incremento de 3.3 veces respecto al valor de diciembre de 1982.

En igual lapso de comparación, el múltiplo precio de mercado a utilidad se había elevado de 2.7 veces a 5 veces y el múltiplo precio de mercado a valor en libros de 0.3 veces a 0.8 veces.

Dada esta evolución, quien había invertido en acciones en enero de 1985, había obtenido en enero de 1986 una ganancia real anual espectacular del orden de 130.4% medida en pesos y de 88% en términos de dólares.

Luego de esto se produce un breve ajuste durante los siguientes tres meses como resultado de una toma de ganancias por parte de los inversionistas. Desde el cierre de enero de 1986 al cierre de abril de ese mismo año, el índice en términos reales cayó en 21.7 por ciento.

Sin embargo, a partir de mayo de 1986 el índice inicia un repunte que se mantendrá al cierre de cada mes de manera incesante durante los 17 meses posteriores. Desde abril de 1986 hasta octubre de 1987 no hubo ajuste a la baja del índice accionario, lo que estableció un comportamiento altamente explosivo para el mercado accionario.

Para que se tenga una idea de su significado hay que recordar que en los ochenta, los períodos más amplios de crecimiento continuo del índice en términos reales fueron sólo dos y de duración e intensidad mucho menor: un primer período de 4 meses, de abril a julio de 1983 donde se logró un crecimiento del 58.2%; y un segundo período de 6 meses de junio a noviembre de 1985, obteniéndose un crecimiento de 88.5 por ciento.

En cambio el incremento real registrado en esos 17 meses que transcurren entre abril de 1986 y octubre de 1987 fue de 746.7%, lo que representa una tasa media de crecimiento mensual de 13 por ciento.

Al igual que 1983, para el país el año de 1986 se caracterizó por ser de recesión económica con una baja brusca del PIB de 3.8% y un

ajuste negativo del salario mínimo del 19.7%. También igual que en ese año 1983, el índice de precios y cotizaciones de la BMV logró en 1986 un incremento líder en términos reales a nivel internacional del orden de 104.4 por ciento.

Para tener una idea comparativa de lo que significó este rendimiento, digamos que si se hubiera invertido ese año en centenarios habría obtenido un beneficio de 13%; si lo hubiera hecho en depósitos bancarios habría logrado un 6.3%; invirtiendo en dólares habría obtenido un rendimiento negativo de 0.6%; o incluso si alguien hubiera enviado su dinero a España para invertirlo en las bolsas de ese país, que eran las más redituables después de la de México, su ganancia habría sido de 82 por ciento.

De este modo, durante 1986 la bolsa mexicana se presentaba como la mejor inversión para multiplicar el capital en relativamente poco tiempo.

Asimismo, las previsiones gubernamentales respecto a 1987 se presentaron altamente favorables para el mercado accionario como refugio para el dinero de los ahorradores. Los objetivos del gobierno eran por una parte, reducir más el ritmo inflacionario a través de mantener un tipo de cambio menos subvaluado; y por la otra, fijar un costo financiero menos oneroso, tratando de ajustar la inercia de expectativas hiperinflacionarias que predominaban a fines de 1986 y principios de 1987.

Así, los pequeños y medianos ahorradores veían como una realidad ante sus ojos la posibilidad de beneficios accionarios, que podían compensar los magros rendimientos de los instrumentos tradicionales y la particular caída del nivel real de ingresos ocurrida en los años previos. Visto en este sentido cualquier comparación era impactante. Por ejemplo, mientras que el salario mínimo había caído en 41.5%, y el PIB por habitante entre 1982 y 1986 se había reducido en 13.3% –lo que en promedio compuesto significó 3.2% menos cada año– el índice accionario de la BMV lograba una ganancia espectacular de 616.5%; es decir, 64% de rendimiento promedio anual en términos reales.

Puestas las cosas de este modo, para entrar en el mercado accionario un inversionista potencial no requería estudios técnicos de múltiplos y tendencias; sólo necesitaba un ambiente colectivo deseoso de ganar y optimista respecto al futuro, que junto al empujón de

la publicidad a través de los medios de comunicación de masas y el efecto demostración de los que ya habían ganado, creaba el escenario más adecuado para impulsarlo a participar en el superauge bursátil.

Dos cuestiones de carácter objetivo hacían factible un auge en 1987, sumándose a las circunstancias positivas que generaban las ganancias acumuladas del índice durante cuatro años: los Criterios Generales de Política Económica para 1987, y un ambiente de masas favorable y optimista respecto al futuro del mercado accionario.

La primera cuestión era la de que técnicamente la bolsa sólo estaba ligeramente por arriba de su valor contable; y la segunda era que existía una abundante liquidez en la economía.

Respecto a lo primero, quien hubiera analizado el múltiplo precio de mercado a valor en libros del conjunto de las empresas que cotizaban en la BMV, se habría encontrado que era de 0.8 veces en enero y de 1.2 veces en diciembre de 1986; mientras que en el promedio mundial y para esos mismos meses este múltiplo estaba en 1.88 y 2.2 veces.

Asimismo, para los mismos meses el múltiplo precio a utilidad había pasado en México de 5.0 a 9.3 veces, mientras que la media mundial lo había hecho de 14.6 a 18.2 veces.

De conjunto, el análisis de la evolución de las bolsas mundiales tenía un impacto estimulante para el desarrollo del auge accionario en México dado que mostraba la existencia de márgenes relativos importantes para continuar con la expansión.

En lo que se refiere a la existencia de liquidez en la economía cabe indicar que esto jugó un papel central para que se mantuviera la expansión del mercado accionario. Dentro de un escenario de tasas de interés estancadas y de subvaluación del peso respecto al dólar, la liquidez iba en aumento para fines de 1986 y principios de 1987.

Esto se explicaba por una parte por la recesión económica del mercado interno; pero fundamentalmente por el aumento del financiamiento bancario al sector privado, que entre enero y febrero de 1987 fue cuatro veces mayor que en igual período de 1986; y por la elevación de los activos internacionales en el Banco de México en 16.5% como consecuencia de la renegociación de la deuda y del aumento de las exportaciones. Sin esta liquidez el mercado accionario no hubiera podido seguir creciendo de la manera vertiginosa que lo hizo durante los primeros diez meses de 1987.

Conjuntamente con este aumento de la liquidez, había disminuido el atractivo de los rendimientos que se obtenían en el sistema financiero y el mercado de divisas: las tasas de interés bancarias se habían estancado desde octubre de 1986; la tasa de Cetes a 28 días había descendido en cuatro puntos entre septiembre de 1986 y febrero de 1987; la devaluación acumulada en enero y febrero de 1987 sólo fue de 13.5% contra una inflación del 15.9 por ciento.

En contraste el índice accionario tuvo un comportamiento tal durante los meses de enero y febrero de 1987 que hacía del mercado accionario un espacio extraordinariamente atractivo para la colocación de aquella disponibilidad de liquidez existente en el sistema, lo que contribuyó a alimentar el superauge que se estaba desarrollando. Al cierre del mes de enero, el índice había obtenido un crecimiento de 28%, porcentaje que no se veía en el mercado desde septiembre de 1986. Y en el mes de febrero registró un ascenso de 32.4%, lo que constituyó el segundo aumento mensual más alto de los años ochenta.

Esto sólo era superado por el aumento del mes de enero de 1984 que fue de 37.6%; aunque en este último caso dicho aumento había sido acompañado de una inflación mensual de 9% mientras que en febrero de 1987 la inflación solo había sido de 7.2 por ciento.

Para redondear la situación, en el mes de marzo el índice se elevó en 23.4%, mientras la tasa de interés bancaria a tres meses descendía, los Cetes bajaban casi un punto y medio, la inflación era de 6.6% y los activos internacionales se elevaban en 13.3 por ciento. En el trimestre enero- marzo de 1987 el índice accionario había acumulado una ganancia de 109.2; lo que en términos reales significaba acumular en sólo tres meses una ganancia de 69 por ciento.

El optimismo empezó a desbordarse sin freno alguno, como lo muestran varios indicadores.

Por una parte, la evolución del importe promedio de las operaciones diarias. Mientras que en el año de 1986 este promedio había variado desde 4,862.1 millones de pesos en enero a 24,331 millones de pesos en diciembre, en 1987 se pasó desde un monto de 15,737 millones de pesos en enero a otro de 73,446 millones de pesos en abril.

Otro indicador de esta evolución desbordada del optimismo lo constituye el volumen negociado promedio diario: mientras que du-

rante el año 1986 este promedio había sido de 28.6 millones de acciones, en los cuatro primeros meses de 1987 se elevó a 46.4 millones de acciones.

Estos incrementos significaron que en el pago promedio por cada millón de acciones se pasara de 233 millones de pesos en diciembre de 1985 a 346 millones en el primer cuatrimestre de 1987; lo que implicaba un costo 50% mayor en términos reales para todo tipo de acciones, exceptuando las sociedades de inversión.

Para junio de 1987 el índice había acumulado un incremento nominal de 2,434.1% contra una inflación de 54.7% y una devaluación de 47.4 por ciento; las tasas de interés bancarias se habían reducido y el resto continuaba sin cambios.

Por su parte seguía creciendo la liquidez requerida para alimentar este desborde; los préstamos del sistema bancario consolidado al sector privado no financiero durante el primer semestre de 1987 fueron 3.1 veces los recibidos en igual lapso de 1986, mientras que los activos internacionales se incrementaron en 103.2 por ciento.

Todo este desborde se tradujo en incrementos sustanciales de la distintas medidas de la evolución del mercado.

En primer lugar el valor del mercado accionario, que en este mes de junio de 1987 ya era del orden de los 15 mil millones de dólares. Esto representaba el 81.3% del total anualizado de exportaciones del país, medidas entre junio de 1986 a junio de 1987; y contrastaba con lo que había representado dicho valor en diciembre de 1986 que había sido de 43.7 por ciento.

En seis meses, el valor de capitalización del mercado se había multiplicado por 2.14 veces; con lo que pasa a representar el 0.2% del valor promedio de la actividad accionaria mundial, contra el 0.1% que había sido en diciembre de 1986.

Por otra parte, los múltiplos de precios a utilidades y a valor en libros también tuvieron incrementos significativos desde marzo a junio de 1987. En el primer caso pasó de 16.3 a 22.4 veces; con lo que la proporción respecto al mismo múltiplo en el mercado mundial evolucionó desde 1.3 a 1 en marzo a otra de 1.01 a 1 en junio de dicho año. En el caso de la relación precio a valor en libros entre marzo y junio el aumento fue menor ya que se pasó de 1.5 a 1.6 veces, manteniéndose todavía por debajo del promedio mundial.

Por último, la tendencia del mercado accionario entre abril y ju-

nio evolucionaba en una dirección inversa a la de los mercados internacionales. Mientras que en estos últimos hubo en ese período un ajuste de 0.5%, el mercado mexicano conoció un crecimiento de 25% en términos de dólares.

El acelerado incremento del índice de precios y cotizaciones de la BMV parecía no tener fin. En el mes de julio de 1987 el ascenso del índice rompe todos los registros llegando al 40.4%, mientras que en agosto se elevó en 26.6%; esto luego de haber acumulado desde comienzos de año una tasa promedio de incremento mensual de 22.8 por ciento.

En septiembre el índice subió 19.5% configurando el tercer aumento mensual más bajo durante 1987 después de los de mayo y junio. Sin embargo, la situación del mercado en este mes estaba lejos de aminorarse. En los días previos y posteriores al Informe presidencial del primero de septiembre, el mercado alcanza altos incrementos diarios con volúmenes de acciones negociadas muy por arriba del promedio mensual.

Previamente al Informe, la Presidencia de la República distribuyó un boletín que alentaba el optimismo del mercado ya que en el mismo se señalaba que el auge bursátil era una muestra de la confianza en el país que tenían los inversionistas; y esto mismo se reiteró en el propio Informe.

El promedio diario de acciones negociadas en el mes de septiembre fue de 60.1 millones, monto sólo superado hasta ese momento por los 72.2 millones del mes de diciembre de 1986 y los 64.8 millones del mes de junio de 1987.

Por su parte el importe accionario operado durante este mes de septiembre fue de 215.8 millones, lo que significaba un incremento de 27.7 veces con relación a lo operado un año atrás.

Todo esto significó al mismo tiempo, que el millón de acciones se pagara en promedio 905 millones de pesos, medido en pesos de diciembre de 1985; ello representaba seis veces lo que se había pagado por millón de acciones un año antes, y 62.3% más de lo que se erogaba por el mismo volumen de acciones en el mes de agosto de 1987.

De conjunto, esta evolución hacía que se redujera el ritmo de crecimiento de las ganancias que se obtenían en el mercado y que

al mismo tiempo se elevara el costo de las operaciones, lo que hacía muy grande el riesgo de permanecer en el mercado.

Al cierre de septiembre de 1987, el índice de la BMV había tenido un beneficio nominal de 728.8%; esto, contra una inflación de 92.9%, una devaluación de 93%, y con descensos de las tasas de interés de los certificados de depósitos, los pagarés a un mes y las tasas de Cetes.

La liquidez continuaba creciendo, y con ello se seguía alentando la expansión del mercado: Los préstamos al sector privado no financiero al tercer trimestre de 1987 guardaban una proporción de 3.8 veces respecto al monto de igual lapso en 1986. En los nueve meses de 1987, el crédito bancario al sector privado no financiero acumuló una cifra de 7.2 billones de pesos, mientras que los otorgados a otros intermediarios financieros privados fue de 0.35 billones. Por su parte, los créditos de margen otorgados por los bancos a las casas de bolsa desde marzo a septiembre de 1987 alcanzaron el orden de 0.29 billones de pesos.

Por último, los activos internacionales del Banco de México medidos en términos de dólares habían crecido 116% hasta septiembre de 1987, aunque por primera vez se registró en ese mes una reducción marginal de 0.01%, según los indicadores del propio Banco.

El optimismo reinaba de modo poco prudente en este mes de septiembre, tal como se comprueba en el hecho de que se contrataran 200 mil millones de pesos en operaciones a plazo no mayor de noventa días, lo que representaba el 54% del total de ese tipo de operaciones realizadas en el año.

Para el inicio de octubre, era cierto que la rentabilidad accionaria estaba en su punto más alto respecto a la de otros instrumentos financieros nacionales y del resto del mundo; y también era cierto que la liquidez en la economía seguía siendo relativamente abundante.

Pero había otros elementos que hacían incierto el panorama y que no fueron reconocidos por la mayoría de los participantes en el mercado: la inflación superaba a la de 1986 y el tipo de cambio mantenía el mismo nivel de subvaluación que el año anterior; los múltiplos de precios a utilidades se habían disparado peligrosamente, pues de una subvaluación de 0.9 veces en el precio de las acciones del mercado en México en octubre de 1986, se había pasado en octubre de

1987 a una sobrevaluación de 5.3 veces, que era 1.96 veces el nivel del mercado mundial.

En ese lapso el valor del mercado mexicano se había incrementado en 3.2 veces contra 0.5 veces de aumento del valor del mercado internacional.

Por otra parte, la tendencia del mercado accionario mundial venía cambiando drásticamente. Mientras que durante el primer trimestre de 1987 el valor de capitalización de ese mercado había aumentado en 32%, en el tercer trimestre sólo se había elevado en 6.6%, y de agosto a septiembre había disminuido en 1.6%. Medido en dólares y en iguales períodos, el mercado mexicano tuvo incrementos de 43%, 67% y 8.7% respectivamente. Para el tercer trimestre de 1987 el ambiente de auge bursátil en el ámbito internacional era superado desproporcionadamente por lo que ocurría en México.

Otro elemento objetivo que debilitaba la posibilidad de una alza continua en el índice accionario de la BMV después de septiembre de 1987 era el comportamiento de las reservas internacionales y el tipo de cambio.

Observando de conjunto estos indicadores, la situación del mercado se hacía muy explosiva; cualquier acontecimiento adverso pondría a prueba el nerviosismo que dominaba a los agentes involucrados.

Dos hechos hicieron patente ese carácter altamente sensible del mercado durante el mes de septiembre y principios de octubre de 1987. El domingo 4 de octubre se dió a conocer el nombre del precandidato del PRI a la Presidencia de la República, lo que repercutió de un modo espectacular en la jornada bursátil del lunes siguiente.

El desarrollo de la actividad del mercado accionario durante el 5 de octubre tuvo un impacto psicológico relevante. Al abrir, hubo una embestida imparable de órdenes de "compre lo que sea a los precios del mercado"; de este modo en sólo media hora se negociaron 6.2 millones de acciones y se produjo un alza de 7.2% en el índice; después de esto se produjo la suspensión de las operaciones por orden de la CNV, con el argumento de que era necesario hacer esto para dar tiempo a que el mercado procesara las órdenes de compra y para proteger los intereses de los inversionistas que podían entramparse en una oleada especulativa de muy corto plazo.

Para muchos inversionistas institucionales, el 5 de octubre fue la señal de que en el período próximo el mercado ya no volvería a alcanzar niveles superlativamente superiores a los logrados hasta el momento; por lo tanto que era conveniente proceder a una toma de ganancias para luego volver a comprar en condiciones de baja. Sin embargo, esta apreciación sólo la tuvieron algunos de las grandes conocedores, porque el conjunto del mercado mantuvo el comportamiento alcista.

El índice accionario llegó a su punto más alto el 6 de octubre de 1987, con 373,216 puntos medido al cierre del dia. A partir de entonces el índice se deslizó lentamente hacia abajo hasta llegar a 320,585 puntos el día jueves 15 de octubre. Hasta ese momento se consideraba a la caída del índice como una señal de que los inversionistas estaban realizando una toma de utilidades, dado que el índice había caído 14.1% mientras que en los primeros seis días del mes se había elevado en 8.6 por ciento. De esta forma parecía que el mercado se tomaba un sano respiro después de su largo y acelerado ascenso.

En el punto más alto alcanzado el 6 de octubre, el índice había acumulado durante el año una ganancia nominal de 692.4%; y respecto a diciembre de 1982, el beneficio nominal había sido de 55,109.5%, mientras que en términos reales estos beneficios fueron de 410.3% y 2,849% respectivamente.

Es decir que en promedio mensual se había obtenido hasta ese momento una ganancia de 15% desde fines de diciembre de 1982. El que había invertido un millón de pesos el último día del año 1982 y había vendido sus acciones el 6 de octubre de 1987, había obtenido 28.5 millones de pesos de ganancia descontada la inflación; o 551 millones de pesos no deflactados.

c) El crac: de octubre de 1987 a enero de 1988

El mes de octubre fue una verdadera "feria de emociones" en el mercado accionario de México. Se pasó de un incremento de 7.4% en el índice los días 2, 5 y 6 de octubre a un ajuste de 3.0% al cierre de esa semana, y a otro ajuste del orden del 12.1 por ciento al cierre de la semana posterior.

El viernes 16 de octubre se inicia el derrumbre de los mercados accionarios internacionales. Esta fue una señal que llamó a la reti-

rada tanto a inversionistas que recién habían entrado como de los que ya habían acumulado muy buenos rendimientos y que no esperaron a una posible reducción mayor.

El lunes 19 de octubre la caída fue vertical y el martes continuó el descenso. El pánico había aparecido y el índice cayó 38.2% al cierre de ese día respecto al nivel del 6 de octubre. Al final de esa semana el índice había caído 19.3% respecto al cierre del viernes anterior; el 30 de octubre se redujo a 200,018 puntos, perdiendo 46.4% respecto al 6 de octubre.

En el mes de octubre el índice cayó 41.8% alcanzando decrementos de 17% los días 19 y 26. La inflación pasó de 6.6% en septiembre a 8.3% en octubre. Los activos internacionales se redujeron en 1.4%; pero el financiamiento bancario al sector privado no financiero fue de 1.9 billones de pesos en octubre contra 1.3 en septiembre y 1.3 en agosto.

El crac accionario se inició el 6 de octubre desde el punto más alto; y el día 7 de enero de 1988 el índice tocó fondo en su caída cuando llega a 86,607 puntos. Es decir, en tres meses (con 62 días de actividad en el mercado accionario) la bolsa se desinfló 76.8%; lo que significa que si la actividad de la bolsa accionaria era de 100 en la primera fecha, en la segunda se había contraído a 23.2.

De las 11 de la mañana del 5 de octubre de 1987 al momento de abrir la bolsa el día 18 de noviembre de 1987, el índice de la BMV había caído desde 387,014.5 puntos hasta el nivel de 95,484.2 puntos; es decir, 75.3% en 30 días de actividad efectiva.

Una caída vertical a principios de la segunda quincena de noviembre hizo aún más presión para la venta de acciones al precio de mercado, y la liquidez obtenida por estas ventas se canalizó a la especulación de comprar dólares con pesos. Esta demanda de dólares, sumada a la que estaban haciendo en ese momento las empresas para aprovechar la oportunidad de pagar sus deudas en dólares con descuento, condujo al Banco de México a retirarse del mercado libre de cambios, lo cual redundó en una devaluación del 30 por ciento.

La devaluación impulsó ese mismo día 18 de noviembre el alza especulativa del índice del mercado accionario, que al cierre de las operaciones en esa fecha ganaba 26.6% y al día siguiente otro 17.6%.

A partir de ese momento, la caída del índice continuó de modo rápido, ante la desconfianza de los inversionistas. En el mes de no-

viembre la bolsa cayó 43.2%, la inflación fue de 7.9% y la devaluación de 43.45%. Los activos internacionales cayeron en 1.5% y el financiamiento bancario al sector privado no financiero fue de 1.5 billones. El crédito a otros intermediarios privados en el bimestre octubre y noviembre de 1987 descendió en 0.04 billones mientras en octubre se había elevado en 0.1 billones. Los certificados de depósitos elevaron sus tasas en ese bimestre, 8.56 puntos para los certificados mensuales y 8.75 para los de plazo a tres meses; el pagaré se elevó también en cerca de 10 puntos y los Cetes repuntaron en 5 puntos.

En diciembre de 1987 la bolsa accionaria cerró con una pérdida de 7% para ese mes; durante el año había acumulado una ganancia nominal de 124%, lo que significaba una pérdida real de 14.5% en el mismo período. Las tasas de interés llegaron a niveles sin precedentes, ya que se elevaron desde 12.8 puntos para los Cetes a un mes hasta 19.55 puntos para los Cetes a 28 días. Por su parte las tasas de aceptaciones bancarias pasaron de 93.12 a 135.01% anual.

Los activos internacionales se redujeron en 3.3%, el tipo de cambio libre se revaluó en 3.8%, pero el tipo de cambio controlado se devaluó en 25.4% y la inflación se disparó en 14.8%, casi el doble de la de diciembre de 1986.

Los préstamos al sector privado no financiero fueron de 1.3 billones y los intermediarios financieros privados tuvieron un desendeudamiento de 3 mil millones de pesos. El importe de los créditos de margen se había reducido en 30% respecto a septiembre y las operaciones a plazos y a futuro habían sido suspendidas.

A nivel internacional, en el mes de diciembre de 1987 la bolsa accionaria mexicana había reducido su participación en el valor capitalizado mundial al 0.084%; el múltiplo precio de mercado a utilidades en México era de 6.3 veces contra 18.6 veces a nivel mundial; y el del precio de mercado a valor contable se situó en 1.2 veces (al mismo nivel que tenía un año atrás) contra 2.1 veces del promedio internacional.

En esos términos la caída durante el cuarto trimestre de 1987 fue más fuerte en México que en la media de las bolsas del resto del mundo. Mientras a nivel mundial el valor de las acciones en términos de dólares se ajustó en 12% a la baja, la de México lo hizo en 76% también a la baja; la de Estados Unidos cayó 23%; en el Reino Unido la caída fue de 8.8%; en Hong Kong cayó 40.5% y Singapur lo hizo

en 32.7%. Aún hubo casos como el de Japón que se elevó en casi 3 por ciento. Después de haber tenido el alza mayor a nivel mundial la bolsa de México conoció la caída más fuerte en términos de los índices en una muestra de 18 bolsas.

3. Reforma económica y relaciones financieras

Hemos considerado el período transcurrido entre 1982 y 1987 en cuanto a las transformaciones estructurales en las modalidades de acumulación, las características del nuevo patrón financiero y el comportamiento extraordinario del mercado de valores en general y del mercado accionario en particular. Para concluir presentamos ahora un cuadro interpretativo de conjunto de las principales razones de este crecimiento y predominio de la actividad financiera durante la administración De la Madrid que hemos analizado, así como las características y orientaciones que presentó y de sus limitaciones. Dichas razones resultan de un conjunto de procesos interrelacionados entre sí y con el ambiente global en que se desenvuelven el sistema financiero y la política económica vigente, las que pueden ser sintetizadas en cuatro puntos.

1) La primera se refiere a la racionalidad de comportamiento empresarial.

Ante la recesión económica desatada con la crisis de 1982, las empresas trataron de mantener su rentabilidad a través de aprovechar los rendimientos de los activos financieros bursátiles públicos y privados, para compensar la caída de ingresos en sus operaciones propias; en particular, las grandes empresas amplían su cartera y reducen sus inversiones productivas.

Estos mecanismos permitieron conformar un mercado de financiamiento específico para un grupo selecto de empresas que cotizan en bolsa, las que generan la oferta de fondos y al mismo tiempo colocan títulos en valores e instrumentos de corto plazo, y que presionan para mantener esta situación de privilegio.

2) La segunda cuestión es la que resulta del cambio en la naturaleza del déficit público, y sus efectos sobre las relaciones de financiamiento y sobre la dinámica del mercado de valores. Bajo las condiciones dadas el déficit público ya no era generado por la dife-

rencia entre el ingreso presupuestal y el gasto programable sino que resultaba de los requerimientos de fondos para atender el servicio de la propia deuda pública emitida para financiar el déficit. Esto hace que el gobierno federal deba utilizar de modo creciente al segmento del mercado de dinero dentro del mercado bursátil para el financiamiento del déficit.

Este proceso se ha reflejado en el mercado de valores dándole una caracterización fundamental de mercado de dinero, orientado tanto en su crecimiento como en su rentabilidad por los requerimientos financieros del gobierno federal y sus políticas económicas. Es así que de todo el importe operado en el conjunto del mercado de valores entre 1982 y 1986, los Certificados de la Tesorería (Cetes) constituyeron el 71.9% del total.

De los datos disponibles, se observa que el monto sustancial del financiamiento vía mercado de valores se destinaba al gobierno federal: de los 65.2 billones de pesos colocados a través del mercado de valores de 1984 a 1986, 52.9 billones fueron captados por el gobierno federal, es decir, el 70.5% por ciento.

Si a estos totales les deducimos el monto amortizado obtenemos el financiamiento neto, el cual alcanzó en esos tres años la suma de 9.7 billones de pesos. De ello correspondieron 7.8 billones al gobierno, lo que significaba el 80.4% de todo el monto de financiamiento recibido por los demandantes de recursos financieros a través de la intermediación de la bolsa de valores.

En particular, las tendencias las marcan los Cetes, ya que el 69.6% del financiamiento total y el 75% del financiamiento neto entre 1984 y 1986, corresponden a este instrumento. De este modo, los Cetes elevaron la captación neta de fondos para el Gobierno Federal.

Esto era resultado de que ante la caída de los créditos externos entre los años 1984 y 1986, el gobierno cubrió su necesidad de recursos con base en fondos internos; y a que esto fue menos por emisión primaria y más por otras vías, como eran el crédito de las sociedades nacionales de crédito y la colocación de títulos valores. Este proceso estuvo apoyado en una política monetaria que tratando de detener la fuga de capitales, encareció el dinero de préstamo.

Este era el sustrato de la ya mencionada reforma de diciembre de 1984 con la que se institucionalizó este punto de vista al promulgar la nueva Ley Orgánica del Banco de México que bloqueaba el fi-

nanciamiento al gobierno por parte del instituto central, poniéndole topes al encaje legal y el crédito.

Bajo el influjo de estos factores, el Gobierno Federal inundaría el mercado con Cetes a partir de 1984. Mientras que de 1980 a 1982 las tasas medias de crecimiento anuales del importe ofrecido de Cetes habían sido de 105.7% y las de su rendimiento de 43.9%, de 1982 a 1984 estas se habían reducido a 92.9% y -7.5%, respectivamente.

Será para 1984 cuando ante las mencionadas restricciones de créditos externos, se produce la recuperación de los Cetes como instrumentos de financiamiento de gobierno. Es así que la suma total del importe ofrecido pasaba de los 7.6 billones de pesos observados en los años 1982 y 1984 a los 58.3 billones de pesos entre los años 1984 a 1986. Esto significó un incremento promedio anual de 241.8% que sólo pudo darse a partir del crecimiento medio anual de su rendimiento, que fue de 46.5% durante ese lapso.

3) Un tercer factor explicativo del nuevo rol que asumieron las relaciones financieras durante este período surge de los efectos provocados por la reorganización institucional en los campos de acción financiera que promovió el gobierno al dar la exclusividad de operación del mercado de valores a las casas de bolsa.

Con ello estos agentes se convirtieron en uno de los segmentos más privilegiados del sector privado por el alto grado de valorización del capital que pueden lograr.

La utilidad bruta del conjunto de las 26 casas de bolsa al 30 de septiembre de 1986, ascendió a 37,250 millones de pesos, con un incremento de 193% respecto a lo logrado en el año anterior.

Cabe destacar que en este período ninguna casa de bolsa presentó pérdidas. Por ejemplo en el mes de octubre de 1986, Inverlat obtuvo 1,089 millones de pesos de utilidad; Operadora logró 1,083 millones, y Probursa 448 millones. En sólo nueve meses de 1986, las casas de bolsa incrementaron la utilidad del ejercicio con respecto a 1985, en 25 miles de millones de pesos; al último día de 1986 ya la habían lo habían hecho en 42.8 miles de millones de pesos, es decir 3.2 veces lo obtenido en 1985.

Con respecto a la utilidad neta como proporción de los ingresos, se encuentra que mientras las sociedades nacionales de crédito in-

cluyendo al Banco Obrero y al Citibank fue de 2.1% y 2.5% en 1985 y 1986, las casas de bolsa obtuvieron 9% y 6.2%.

Al mismo tiempo, la centralización de capital en las casas de bolsa permitió que éstas se expandieran, tanto en su carácter de intermediarias de títulos valores bursátiles, extrabursátiles y de las operaciones del llamado mercado "paralelo", como en la vinculación accionaria que tenían con grupos de capital nacional privado y con las empresas trasnacionales.

Este nuevo papel de las casas de bolsa es en gran medida un producto del papel central que en su estrategia de cambio estructural le otorgó la administración De la Madrid desde sus comienzos en diciembre de 1982 a la reestructuración del gran capital privado. Dentro de ello ocupó un lugar relevante el conjunto de medidas encaminadas a permitir la reagrupación y reorganización de los grupos financieros dispersados por la nacionalización de la banca.

Así, algunos de los ex-banqueros mantuvieron la propiedad de las instituciones financieras no bancarias, y con la generosa indemnización recibida adquirieron de nuevo las empresas que fueron de la banca; esto a la vez que se perfeccionaban los mencionados mecanismos de los circuitos de deuda pública interna que les permitían continuar apropiándose parte del excedente.

4) Una cuarta razón para las modalidades que asumen las relaciones financieras durante el período analizado fue la especulación con la que se operan los instrumentos bursátiles ofrecidos por el sector empresarial. Como consecuencia de ello, se dispersaron los precios de mercado de las acciones, y en general el importe operado de sus transacciones secundarias.

Comparando las operaciones en mercados primarios y secundarios para los títulos públicos y para los instrumentos bursátiles del sector empresarial se observa lo siguiente.

El monto total del importe de instrumentos del Gobierno Federal operado entre 1984 y 1986 ascendió a 78.3 billones de pesos, mientras que el monto nuevo de estos títulos que se colocó en ese mismo período fue de 52.9 billones. Es decir que 32.4% de las operaciones fueron realizadas en mercados secundarios, por compra-venta de títulos-valores ya colocados.

En cambio, para el conjunto de los instrumentos bursátiles del sector empresarial, el importe operado en dicho período fue de 38.1

billones de pesos, del cual 22.2 billones correspondieron a transacciones del mercado secundario; es decir, 58.2% del total de las operaciones bursátiles realizadas con instrumentos empresariales fueron especulativas. Dentro de ello destaca en particular el mercado accionario por su carácter altamente especulativo.

Por ejemplo, en 1985 el importe operado en acciones fue de 1,130.9 miles de millones de pesos, del cual las empresas emisoras obtuvieron 29.4 miles de millones en nuevo financiamiento, lo que significa 2.6% de todas las operaciones con ese instrumento. Para 1986 la situación fue aún más especulativa debido a que sólo 17.9 miles de millones de pesos de los 3,700.9 miles de millones del importe total fue captado por las empresas, es decir, 0.48% del total de transacciones con acciones.

La situación era distinta en el segmento del mercado de valores correspondiente al mercado de dinero, donde en septiembre de 1984 surgieron las aceptaciones bancarias. Estas constituyeron un instrumento de financiamiento empresarial importante que se creó como un mecanismo con el cual solventar las limitaciones del sector privado en cuanto al acceso al crédito de los bancos comerciales, ya que los recursos estaban canalizados para el gobierno.

Las aceptaciones bancarias tuvieron altos rendimientos que competían con los Cetes, lo que les dió una buena acogida entre el público como se confirma en el hecho de todo el monto ofrecido fue colocado. Esto no sólo significaba financiamiento bruto para el emisor, ya que descontando los requerimientos de amortización resultaba que el 68.9% se constituyó como financiamiento neto. Sin embargo, esta situación fue insostendible debido al panorama depresivo de la economía en general y por los altos costos financieros que tenía que pagarse por ellas. Así, mientras que en 1985 el emisor obtuvo 2.5 y 18.4 billones de pesos como financiamiento bruto, descontando la amortización esos montos se reducen a 0.2 y 1.2 billones, es decir, a 8.6% 6.5% respectivamente.

Considerando el conjunto de los cuatro factores enumerados, encontramos por un lado que la actividad bursátil ha penetrado en las operaciones financieras sosteniendo su crecimiento y magnitud en el mercado de dinero y en los instrumentos provenientes del sector público los cuales ofrecen altos rendimientos.

Por otro lado, desde el punto de vista de la articulación de un

nuevo patrón de acumulación de capital, el predominio de las relaciones financieras y la emergencia bursátil constituye un aspecto central para los procesos de redistribución y centralización de excedente que conducen a la reestructuración de los grupos financieros como fracción dominante del gran capital privado nacional.

Así, durante la administración De la Madrid la actividad bursátil tiende a quedar establecida como una forma de centralización y uso del excedente en el contexto de la crisis y la recesión de la actividad productiva; al mismo tiempo que como espacio para la intermediación de fondos dinerarios y el financiamiento que compite con la banca comercial por el control del sistema.

De conjunto, concluimos este capítulo señalando que gran parte de la racionalidad de este proceso se encontraba en que el Gobierno Federal a través de la costosa deuda pública interna, redistribuía el excedente tratando de centralizarlo en el ámbito financiero; y en que una parte sustancial del manejo de los instrumentos financieros no bancarios estaba en manos de las casas de bolsa como núcleo de la cúpula de los grandes grupos de capital privado nacional.

Con esto no se garantizaba que dichos recursos solventaran los requerimientos de un cambio estructural que ampliara la producción, el empleo y los niveles de bienestar; pero sí permitió sostener la reproducción económica bajo formas financieras especulativas y la centralización de capitales, mientras se procesaban a nivel macroeconómico y de las empresas algunos de los ajustes fundamentales para el cambio estructural que buscaba la administración De la Madrid.

Sin embargo, la crisis bursátil desatada en octubre de 1987 marcó el hecho de que este patrón de financiamiento así como la posibilidad de mantener una reproducción centrada en el predominio de las relaciones financieras había agotado sus posibilidades al finalizar dicha administración. Se abría así un nuevo período para la reforma económica y de cambios en el sistema financiero, movidos por la necesidad de profundizar la maduración de los grandes cambios en el patrón de acumulación.

Por último, cabe señalar la existencia de otro circuito de financiamiento claramente orientado a la reestructuración productiva y exportadora de manufacturas, que fue procesado vía banca de desarrollo como Bancomext, la banca multinacional y Eximbanks de países

desarrollados y el Gobierno Federal. Pero dado el énfasis de nuestra investigación, este circuito quedo fuera de la misma.

CAPITULO IV

Profundización de la reforma económica y modernización del sistema financiero: del crac accionario de 1987 al restablecimiento de la banca mixta en 1990

INTRODUCCIÓN

El fin del superciclo bursátil que se produjo con el desplome del mercado accionario el 19 de octubre de 1987, puede tomarse como uno de los principales indicios de que el proceso de la reforma económica iniciada en 1983 había llegado a un punto de inflexión.

En efecto, la brusca caída del Indice de Precios y Cotizaciones que comenzó en dicha fecha y que continuó a lo largo del mes de noviembre, fue seguida por el "disparo" de la inflación durante noviembre y diciembre, así como por la amenaza de que se iniciaría una nueva oleada de fuga de capitales en montos significativos y que estallaría una secuencia de conflictos salariales.

Todo esto parecía indicar que el país podía entrar en un ciclo hiperinflacionario aunado a graves desequilibrios macroeconómicos y sociales. Sin embargo, esto no ocurrió. En su lugar, a mediados de diciembre de 1987 se firmó bajo el nombre de Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico (PECE), el primero de una serie de pactos económicos, con los que se lograría pasar muy rápidamente de esta situación de seria incertidumbre a otra de re-

lativa estabilidad macroeconómica basada en la concertación de los principales actores económicos.[39]

A partir de ello se aceleró la reforma estructural, se inició una nueva reforma del sistema financiero que desembocaría en un retorno a la banca mixta, y se dió un nuevo auge del mercado bursátil.

En este capítulo nos ocupamos, primero, de la relación entre el modo de resolución de la crisis de 1987 con base en pactos formales para definir el comportamiento económico de un conjunto de actores, y la evolución de la reforma económica; en segundo lugar, de los aspectos financieros de dicha reforma; y por último, de la situación y perspectivas del mercado de valores dentro de todo este contexto.

1. Resolución de la crisis de 1987 por medio de un pacto económico y profundización de la reforma económica

El modo de enfrentar la crisis de 1987 a partir de pactos, y los ritmos seguidos desde entonces por el cambio estructural, guardan una vinculación que para su análisis, obliga a considerarlos en forma interrelacionada.

Por ello la política de estabilización heterodoxa con base en los pactos exitosos, aplicada en México desde fines de 1987, tiene interés para nuestro análisis; no sólo por su impacto sobre los equilibrios de corto plazo, sino también porque plantea cuestiones que rebasan dicho horizonte a propósito de por lo menos tres grandes temas.

a) El primero es el que se refiere a cómo fue posible pasar tan rápidamente de aquella situación de acelerada inestabilidad a otra de prolongada estabilidad relativa como la que se observó desde la firma del primer Pacto.

Para responder a esta pregunta es preciso establecer cuál era el estado en que se encontraba la reforma estructurual al estallar la crisis de 1987. Y esto requiere aclarar que las acciones fundamentales de dicha reforma en el período 1983-1987 no habían estado orientadas a la reconversión del aparato productivo; por el contrario du-

[39] Estos pactos han tenido dos denominaciones en el curso del tiempo. Primero, como Pacto de Estabilidad y Crecimiento Económico (PECE), y luego Pacto de Solidaridad Económica (PASE).

rante ese período el país conoció un largo estancamiento y aún la destrucción de una importante parte de su acervo de capital.

La principal transformación estructural producida durante estos años fue la reestructuración de actores y circuitos económicos, con lo cual se buscaba generar una nueva hegemonía económica y las consecuentes nuevas reglas para el proceso de acumulación. Para 1987 ambos procesos estaban maduros en lo fundamental.

En lo que hace a la hegemonía económica se observaba un nuevo liderazgo del sector privado en el proceso de acumulación. Y dentro de ello, un predominio de los grandes capitales transnacionales que dominan las ramas exportadoras. Así como de los grandes capitales privados nacionales que se habían reestructurado en estos años y que ejercían liderazgo en el nuevo sector exportador, el sistema financiero y los segmentos del mercado interno en los que participan. Al mismo tiempo, se registra en la alta dirección política del Estado la presencia de una nueva burocracia con objetivos unificados en lo que se refiere a la reforma con predominio privado.

En lo que hace a las nuevas reglas de la acumulación, para 1987 se había avanzado en la formación de un nuevo sistema de precios macroeconómicos con los que se canalizaba de manera renovada el control y asignación del excedente entre los diversos capitales y por parte del Estado. El resultado fue orientar la acumulación hacia su determinación más plena por la relación con la economía mundial y bajo la hegemonía privada, como lo indica la evolución de las exportaciones no petroleras.

De conjunto, es posible sostener en respuesta a la pregunta planteada, que para explicar el rápido y sostenido éxito de la política de pactos aplicados en el país, es necesario reconocer que uno de los factores fundamentales para ello fue que la primera fase de la transformación estructural había resultado en una nueva hegemonía con reglas de acumulación definidas aunque débilmente consolidadas. Y que al mismo tiempo, el establecimiento y la continuidad de dichos pactos fortaleció aquella hegemonía.

Como se desprende de los acuerdos económicos fundamentales que se establecieron con el primer Pacto, lo determinante en ellos era dar respuesta a las necesidades de los capitales privados en general y de los grandes capitales hegemónicos en particular: esto se expresa en el hecho de que los precios públicos, los salarios y el tipo

de cambio fueron las "anclas" fundamentales para la estabilización; mientras que el sector privado no se obligaba a ningún "anclaje" de sus precios sino en la medida en que se frenaran los costos o que lo impusiera la dinámica recesiva de la demanda en el mercado interno.

b) El segundo tema se refiere a los resultados profundos en el proceso de reforma económica que provocó esta política de pactos.

Sin duda que el objetivo inmediato de este primer Pacto era restablecer el equilibrio económico de corto plazo. Pero dicho pacto implicaba también una adecuación en las reglas de acumulación mencionadas más arriba para iniciar una nueva fase en la reforma económica.

El Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico (PECE) convocó a los principales dirigentes de los sectores a resguardar las bases mínimas de la economía nacional; pero esto lo hizo a partir de la concertación. En consecuencia, esta última pasó a ser la condición necesaria para intensificar la transformación estructural sin que se violentase la estabilidad.

Vistos desde este ángulo, puede decirse que los pactos constituyen un sistema de formación de precios administrados, favorables al sector hegemónico en la acumulación; y que estos pactos resultan factores absolutamente determinantes para comprender la evolución económica seguida por el país desde su aplicación.[40]

c) Por último, el tercer tema que surge del análisis de los pactos es el que se refiere a su conexión con la profundización de la reforma económica en general y la reforma financiera en particular que se observa desde 1988.

En principio, considerados desde la voluntad existente para preservar y profundizar la reforma económica en curso, la consolidación de la hegemonía y el establecimiento de un nuevo régimen de formación de precios administrados a partir de los pactos fueron resultados altamente positivos.

Por su parte, la necesidad de profundizar la reforma económica

[40]No argumentamos en el sentido de que estos pactos aseguraron de modo homogéneo la estabilidad de ingresos para todos los agentes. El utilizar como "anclas" a los salarios y los precios públicos significó una fuerte transferencia de ingresos en favor del sector privado. Pero al mismo tiempo es preciso señalar que la relativa estabilidad obtenida permitió un cierto ambiente que estimuló el crecimiento del producto y la inversión desde 1988, generando un aumento del ingreso real en algunos sectores asalariados.

se vió retroalimentada por los rápidos cambios en el orden internacional, que estimularon acelerar aún más la aplicación de la estrategia seguida hasta el momento.

De conjunto, con el paso de la administración De la Madrid a la administración Salinas de Gortari no sólo se observa una continuidad general en las estrategias de política económica; al mismo tiempo, se comprueba una intención decidida de profundizar y acelerar los cambios estructurales en curso para consolidar el nuevo modelo de desarrollo cuya configuración se inició desde 1983.

Esta consolidación y profundización significó en primer lugar intensificar las medidas en la dirección existente. Luego de las grandes decisiones de apertura externa y desregulación tomadas durante la administración De la Madrid, la nueva administración avanzó sobre los procesos de apertura y desregulación del mercado interno; profundizando la liquidación de viejos monopolios formados en el proteccionismo y asignando las empresas públicas a agentes privados. Esto consolidó la estrategia de privatización de las relaciones económicas e internacionalización de los mercados.

Pero esta consolidación del modelo económico promovida por la administración Salinas de Gortari no se redujo simplemente a ampliar las reformas ya iniciadas. Junto con ello, esta administración produjo un viraje fundamental en la dinámica económica seguida hasta el momento, obligada tanto por la maduración de los cambios estructurales producidos durante la administración De la Madrid como por los graves problemas económicos que se generaron con ello.

Dadas las condiciones, no parecía viable continuar con la línea de dinamización de la acumulación privada seguida durante la administración De la Madrid, la que resultaba de articular: crecimiento de las exportaciones no tradicionales; alta rentabilidad financiera obtenida por la especulación en los circuitos locales "viciosos"; y expansión mediante el aumento de la concentración de los poderes de mercado sobre la base del estancamiento del mercado interno.

Por el contrario, para consolidar el nuevo modelo de desarrollo a partir de las bases establecidas era necesario generar una nueva línea de acumulación cuyo centro debía estar en el inicio de una fase de crecimiento económico con estabilidad, intentando relanzar una dinámica en la inversión privada que estimulara el incremento de la

productividad y la competitividad. Esto se convirtió en el objetivo estratégico de la administración Salinas de Gortari, y en relación con ello se puede comprender la evolución seguida por las relaciones financieras y el mercado de valores que consideramos a continuación.

2. Los cambios de sistema financiero

2.1 Problemas del patrón de financiamiento conformado en el período 1983-1987

La estrategia de reforma económica y los programas de corto plazo seguidos entre 1983 y 1987 habían conducido a conformar un patrón de financiamiento que era adverso para lo que requería la nueva fase de crecimiento con estabilidad buscada por el gobierno.

Un primer gran problema que presentaba este patrón de financiamiento que analizamos en el capítulo anterior era que estaba dominado por un circuito financiero "perverso" asociado al financiamiento de la deuda pública interna y externa. El proceso inmediatamente posterior al quiebre de 1987 sirvió para evidenciar la fragilidad que tenía una economía con esta estructuración de circuitos financieros, por sus efectos sobre la reproducción económica nacional.

Por ello, en el contexto de la profundización de la reforma económica, era necesario promover cambios sustanciales en los circuitos financieros; en lo general, esto debía significar, por una parte, hacer compatible el pago de la deuda pública externa e interna con atender a las necesidades del crecimiento económico.

Por la otra, dicho cambio debía crear los circuitos financieros "virtuosos" capaces de poner a los fondos prestables en conexión con las demandas de capital para la inversión productiva que surgirían al iniciarse el crecimiento.

La dirección de las reformas económicas sugerían tres tendencias básicas para la conformación de estos circuitos "virtuosos": la internacionalización de los mercados, la globalización de los servicios financieros y la desregulación de las operaciones.

Un segundo problema de este patrón financiero era el de la reducción en la captación total por parte de los bancos, debida a sus

restricciones para operar en el mercado bursátil; y como contrapartida, el vertiginoso crecimiento de la intermediación por parte de las casas de bolsa. Esta amenaza de "jibarización" en el segmento bancario del sistema introducía una tensión insostenible en la perspectiva de una apertura financiera como la mencionada.

Un tercer orden de problemas de este patrón de financiamiento –estrechamente vinculado a los dos anteriores– era el de la tendencia a la formación de conglomerados financieros privados en los sectores no bancarios del sistema; esto, a pesar de las restricciones que la legislación imponía a estas prácticas. Los efectos de esta conglomeración financiera se hicieron particulamente evidentes cuando en diversos momentos llegaron a condicionar las decisiones de política monetaria en razón de su ya mencionada capacidad para condicionar las subastas de títulos de la deuda pública.

Sin embargo, al mismo tiempo se percibía en los mercados financieros internacionales que la tendencia a la organización de los agentes financieros como banca universal era dominante. Por lo tanto, la respuesta que se diera a aquel problema de la conglomeración financiera en el contexto de la apertura, debía reconocer aquella tendencia.

El último problema de este patrón financiero es el referido a la situación que presentaba el mercado de valores luego de la quiebra de 1987, con la que había terminado el superciclo bursátil.

Como hemos visto, el mercado de valores había resultado útil para permitir el financiamiento de una parte significativa del gasto público. Esto, junto con la especulación en el mercado accionario, habían llevado a que el mercado bursátil se convirtiera en uno de los espacios fundamentales de capitalización. En conjunto, la exitosa evolución del mercado bursátil a lo largo del período 1983-1987 parecía desmentir el pesimismo ocasionado por la contracción económica, la pérdida de poder adquisitivo y el endeudamiento externo.

Sin embargo, tanto en su fase de expansión como en la del derrumbe, la dinámica de este mercado había sido adversa para un sano funcionamiento económico porque había generado tensiones inflacionarias y especulativas, desalentando la inversión productiva. En consecuencia, el resultado obtenido por el mercado de valores para octubre de 1987 contradecía el propósito global de "profundización

financiera" que había fundamentado su promoción dentro de la estrategia gubernamental de la administración De la Madrid, dado que no se había constituido en una auténtica opción de financiamiento nuevo para las empresas, por lo que también en este espacio se requerían reformas.

2.2 Las reformas al patrón de financiamiento entre 1988 y 1990

Entre el último año de la administración De la Madrid y los dos primeros años de la administración Salinas de Gortari se produce una serie de reformas en distintos aspectos del patrón financiero existente; algunas de estas alcanzan gran notoriedad mientras que otras pasan desapercibidas para el gran público.

Independientemente de cuál haya sido la intencionalidad de los diversos elaboradores de estas reformas, vistas de conjunto las mismas configuran un todo con un objetivo coherente: atendiendo a los problemas considerados en el punto anterior, con ellas se reestructura el patrón financiero para dar respuestas a las necesidades finacieras que presenta la nueva fase de consolidación del patrón de acumulación.

Para considerar estas reformas no seguiremos el orden cronológico en el que ellas se produjeron; por el contrario, las trataremos en la secuencia en la que presentamos los problemas del patrón financiero que ellas buscan resolver.

En consecuencia hemos de hacer referencia primero a la deuda pública.

El segmento externo de esta deuda mereció una atención prioritaria en los inicios de la administración Salinas de Gortari; de hecho, el punto de arranque para la estrategia de crecimiento con estabilidad seguida por esta administración fue una renegociación innovadora de la deuda pública externa. Luego de una tensa negociación realizada durante varios meses, se produjo un espectacular anuncio del acuerdo logrado, cuyos fines parecen haber sido por lo menos dos.

El primero y más obvio, lograr un alivio en las transferencias de recursos al exterior por este concepto; el segundo, no menos importante, generar confianza en el país a propósito de que el inicio del

crecimiento tenía nuevas condiciones y apoyos externos. El resultado general de esta negociación externa fue satisfactorio aunque su significado cuantitativo ha sido cuestionado por diversos analistas.

En lo que se refiere a la deuda pública interna la política aplicada resulta de una combinación compleja entre efectos de la estabilización de precios que "licúan" la deuda; reducción de la tasa de interés real que disminuye el flujo del servicio de la deuda y la presión por emitir nueva deuda para pagar la deuda "vieja"; ampliación de los plazos, que reduce la presión por los pagos; y la descolocación de deuda a causa de los "swaps" y de la venta de empresas públicas. Todo ello habría arrojado como resultado una reducción progresiva del ritmo de crecimiento de esta deuda y aún de sus montos absolutos.

Ambos aspectos de la gestión de la deuda pública parecen haber generado el comienzo de la desestructuración del circuito "perverso" que ella había generado; y con ello, liberado progresivamente recursos para el inicio de un ciclo de inversión.

Por su parte, en lo que hace al funcionamiento de los bancos comerciales, cabe destacar que como resultado de diversos cambios desde noviembre de 1988 se produce una auténtica revolución en este segmento del sistema.

Las primeras medidas de reforma parecen haber estado guiadas por la búsqueda de desregular y liberalizar el sistema bancario, para aproximarlo a un funcionamiento de mercado y para mejorar su competitividad con las casas de bolsa en la gestión de los fondos que se canalizaban al mercado bursátil.

Es así que a partir de octubre de 1988 se liberalizaron las Aceptaciones Bancarias, con lo cual se constituyeron en el instrumento de captación más importante de la banca. En abril de 1989 se eliminan los topes de las tasas de interés de las instituciones bancarias, permitiendo que éstas fijen las tasas según las condiciones de mercado que enfrentan; en ese mismo mes se cambia el régimen de encaje y se suprimen los cajones de crédito preferencial, implantándose un régimen basado en la regulación de los coeficientes de liquidez del sistema a través de la adquisición de títulos gubernamentales; esto aumenta la disponibilidad de fondos prestables.

Las modificaciones mencionadas se complementan de manera clara con la iniciativa de reformas a la ley bancaria que se plantearon

en diciembre de 1989, por la cual se establece un crecimiento considerable de la autonomía de gestión de las instituciones bancarias; éstas son relevadas de obtener metas de captación y financiamiento, pasando a regularse con el objetivo de obtener utilidades.

Por otra parte, se habilita a los bancos para desarrollar sus departamentos de banca de inversión, incluyendo fuertes divisiones bursátiles, los que realizan el manejo de recursos de terceros, predominantemente a través de instrumentos del mercado de dinero en la Bolsa de Valores.

Con ello la actividad tradicional de la banca realizada a través de la emisión de activos financieros que se colocaban en poder del público y que se convertían en pasivos para los bancos quedó relegada a un segundo término. En cambio, la actividad de banca de inversión pasó a representar las dos terceras partes de la operación de la banca. Este importante cambio en las áreas de actividad de los bancos fue consecuencia de que para mantenerse en el mercado, tuvieron que desarrollar una actividad que en sentido estricto correspondía a los intermediarios bursátiles.

El efecto de estas modificaciones es el repunte de la captación bancaria durante 1989, dado que los bancos vuelven a estar en posibilidades de ofrecer a la clientela instrumentos y servicios competitivos con las casas de bolsa. Esto puede ser medido por el coeficiente de penetración financiera (M_4/PIB) que muestra un incremento de 33.3 a 36 por ciento entre 1985 y 1989.

Este conjunto de reformas al sistema bancario culminan en 1990 con la impactante decisión gubernamental de reestablecer el régimen de banca mixta. En el contexto que hemos presentado, es evidente que no puede asumirse la decisión de reprivatizar la banca como una simple desincorporación de empresas públicas o como una devolución de esas instituciones al sector privado.

Antes bien, esta medida aparece como parte de un proyecto más amplio que busca refuncionalizar el sistema financiero. Esto significa en parte, es cierto, inducirlo a operar con mayor eficiencia y prepararlo para su internacionalización; pero también, por otra parte, implica adecuar su estructura de relaciones propias.

Otra de las modificaciones fundamentales en el patrón financiero es la que se refiere al problema de los conglomerados financieros, la que se desarrolla en dos etapas.

La primera se inicia a fines de 1989, cuando se produce el reconocimiento legal de los grupos financieros, los que se constituirán a través de la agrupación de diversos tipos de intermediarios: una casa de bolsa, una casa de cambio y una aseguradora, aunque también con fuerte presencia de afianzadoras, arrendadoras financieras y agencias de factoraje.

La premisa de la que se parte es que la integración de varios intermediarios en un solo grupo permitirá obtener economías de escala y la reducción del costo de los servicios financieros así como el incremento de su calidad. Sin embargo, aunque la filosofía que sustentaba esta primera reforma indicaba claramente hacia la globalización de los servicios financieros, en ella se rechazaba la posibilidad de fusionar la intermediación bancaria con la bursátil; esto a pesar de que la realidad demostraba que ya se encuentran visiblemente relacionadas.

La segunda etapa de esta nueva política hacia la conglomeración financiera se produciría en 1990, relacionada con el restablecimiento de la banca mixta. En vinculación con esta medida se autoriza la formación de grupos financieros que ahora podrán incluir un banco dentro de ellos.

La nueva restricción que se establece es que dichos grupos no podrán incluir empresas no financieras dentro de los mismos; aunque también es conocida la vinculación de propiedad entre quienes tienen grupos financieros y empresas no financieras.

La justificación para esta nueva disposición profundiza los argumentos presentados para la primera fase. Es decir la necesidad de contar con intermediarios fuertes y globalizados capaces de competir en el contexto de la apertura financiera externa que se programa.

Un último aspecto de las reformas al patrón finaciero es el referido al mercado de valores, para el que se estableció un conjunto muy importante de modificaciones a su marco regulatorio.

Por una parte después del crac de 1987 se establece, un fondo para apoyar a las casas de bolsa y para dar soporte a las instituciones que pudiesen estar en problemas.

Pero una de las modificaciones más importantes en el marco legal del mercado fue orientarlo hacia su internacionalización. Esto implicó el permiso para que las casas de bolsa establecieran sucursales en el exterior; sin embargo, ello sólo constituyó la sanción legal de

un hecho consumado, ya que en la práctica algunas casas mantenían operaciones en el exterior.

Asimismo, se aprovechó el reglamento de inversión extranjera para permitir a las empresas emitir acciones neutras que pudieran ser adquiridas por extranjeros; esto a través de fideicomisos que no dan derechos patrimoniales sobre la emisora, pero que sí permiten obtener los dividendos y realizar ganancias de capital con las acciones.

Otra de las modificaciones fue la que estableció la posibilidad de colocar títulos de empresas mexicanas en el exterior, lo que se ha concretado en la aparición de varios fondos de inversión "mexicanos" en otros mercados.

Por otra parte, con el propósito de que se fortalecieran en el mercado los mecanismos de autoregulación y se disminuyera la interferencia de las autoridades en la operación del mercado, se transfirieron algunas facultades regulatorias de la Secretaría de Hacienda a la Comisión Nacional de Valores, y de algunas de ésta hacia la Bolsa Mexicana de Valores. La base filosófica de este cambio es que el mercado es un asignador más eficiente de los recursos financieros.

Algunas otras modificaciones menos trascendentes del paquete legal de diciembre de 1989, pero que convergen con la filosofía mencionada, son el surgimiento de un nuevo tipo de intermediario, el especialista bursátil, así como una reglamentación más precisa en materia de información privilegiada.

3. La evolución del mercado de valores entre 1988 y 1990

En el proceso de profundización de la reforma económica en curso, el mercado de valores puede llegar a tener un papel fundamental debido al escaso desarrollo relativo que registra hasta el momento, si se le compara con los montos de financiamiento que se movilizan en otros países a través de este mercado.

Sin embargo, los resultados que se han apreciado durante los dos primeros años de la nueva administración son muy escasos. El mercado de valores continúa como una alternativa de financiamiento para el gobierno a través de la colocación de bonos; sigue siendo una opción de financiamiento de corto plazo para las empresas grandes;

y sobre todo, se mantiene como un excelente espacio de lucratividad financiera. Pero está muy lejos de constituirse en una fuente de financiamiento para las inversiones productivas que permitan iniciar un fuerte ciclo de inversión en el marco de las nuevas modalidades de acumulación que se han abierto en los últimos años. Veamos esto desagregadamente.

3.1 Estructura de operaciones e instrumentos de financiamiento

Durante el superboom de enero a septiembre de 1987, la tendencia del mercado de valores había favorecido el crecimiento del mercado accionario; de un 2.4 por ciento del total de las operaciones del mercado de valores que representaba las operaciones del mercado accionario en 1984, pasa a significar el 7.5 por ciento de dicho total en el año de 1987. Sin embargo, después del derrumbe de los precios de las acciones en octubre de este último año, ese porcentaje cayó de nuevo al 1.8 por ciento y apenas se recuperó al 3.1 por ciento en 1989.

La razón de esta disminución de la importancia relativa del mercado accionario dentro de las operaciones del mercado de valores, fue que la colocación primaria de acciones se hizo poco atractiva cuando los precios de éstas se ubicaban por abajo de su valor contable. El crac de 1987 detuvo la tendencia del mercado accionario a convertirse en un mecanismo de financiamiento alternativo al bancario.

En contraste, las operaciones con Cetes en el segmento del mercado de dinero, se mantuvieron como las más importantes del mercado de valores pues representaron el 78 por ciento en 1987; el 86 por ciento en 1988 y el 85 por ciento en 1989.

En términos de la operación global del mercado, el gobierno se mantuvo como el más importante de sus usuarios. La Bolsa de Valores continuó en esta fase como un mecanismo de financiamiento del déficit del gobierno federal a través de la emisión de bonos públicos y de su colocación entre los inversionistas.

Aunque el valor total de las acciones en circulación en el mercado llegó a 104 billones de pesos en diciembre de 1989, las ofertas primarias de acciones (diferentes a las sociedades de inversión) ape-

nas alcanzaron los 662 mil millones de pesos, equivalentes apenas al 0.6 por ciento del valor del mercado.

En contraste, la circulación neta de Cetes aumentó el equivalente a 1,532 millones de dólares en 1988 y en 3,931 millones en 1989.

Sin embargo, dentro de esta evolución en la estructura de operaciones se presentó un cambio muy considerable en la operación del mercado accionario debido a la aparición de nuevos instrumentos como los títulos de las sociedades de inversión de renta fija o de renta variable.

En el segundo caso, las ofertas primarias de acciones de estas sociedades ascendieron a 20.2 billones de pesos durante 1989, y en los primeros siete meses de 1990 sumaron 7.9 billones más, para representar un valor de mercado cercano a los 40 billones de pesos en julio de 1990.

No obstante, este extraordinario crecimiento de las sociedades de inversión ha sido sobre todo un acontecimiento relevante para los inversionistas y para la operación del mercado, pero no así para las empresas. Pues en el caso de los fondos de renta variable, los recursos manejados por los fondos de inversión se utilizan principalmente para la adquisición de títulos que ya están en circulación; y en el caso de las sociedades de inversión de renta fija, los recursos se aplican predominantemente para la adquisición de bonos públicos.

En cualquier caso, este crecimiento sostenido de las sociedades de inversión fue uno de los factores principales que permitió que el índice de precios y cotizaciones del mercado de valores aumentara en 100 por ciento durante los primeros siete meses de 1990.

Debe subrayarse que el surgimiento de las sociedades de inversión puso de nuevo en la escena el tema de la competencia entre las casas de bolsa y los bancos; pues si en otro tipo de operaciones esta competencia no aparecía de manera nítida, en el caso de las sociedades de inversión unas y otras instituciones daban exactamente el mismo tipo de servicios a los usuarios y realizaban casi exactamente las mismas operaciones. De hecho, en el caso de los fondos de renta fija, las sociedades de inversión administradas por bancos tenían el 55 por ciento del mercado al iniciarse 1990.

Otro instrumento financiero que adquirió importancia después de que se puso en operación el Pacto, y particularmente a partir de 1989, fueron las obligaciones de las empresas.

En la etapa de inflación más violenta, la emisión de obligaciones resultaba poco atractiva debido al desinterés de los inversionistas en adquirir instrumentos de largo plazo. Sin embargo, en la medida que el horizonte de estabilidad fue haciéndose más firme, éstas empezaron a crecer en importancia, como se comprueba al observar que las emisiones de obligaciones en 1989 alcanzaron los 620 millones de dólares.

Sin embargo, como en el caso del gobierno, el instrumento preferido por las empresas fue uno de corto plazo: el papel comercial. El monto total de las emisiones brutas de este papel (sin descontar amortizaciones) pasó de 2 mil millones de dólares en 1988 a 11 mil millones en 1989; en los primeros siete meses de 1990 las colocaciones brutas ascendieron a 6 mil millones de dólares, lo que confirma la tendencia descrita.

El papel comercial fue para las empresas grandes una alternativa de financiamiento de corto plazo que en muchas ocasiones resultó más barata que el financiamiento de los bancos.

3.2 La concentración en el mercado

Otro rasgo distintivo de la evolución del mercado en el período que transcurre entre 1988 y 1990, fue el referido a la concentración de los intermediarios que participan en el mismo. Vista en una dimensión comparativa con el sistema bancario, encontramos lo siguiente. El mercado de valores no tiene un grado de concentración tan elevado como el mercado bancario, pero está muy lejos de estar constituido por intermediarios de tamaño e influencia equivalentes entre sí.

Como en el mercado bancario, existen dos casas de bolsa gigantes: Inverlat y Operadora de Bolsa. Entre ambas concentran el 27% de los recursos totales intermediados en este mercado. Si a las dos anteriores se les agrega Probursa, Multivalores y Acciones y Valores, se reúne el 51% del total del mercado. Es decir 5 instituciones concentran la mitad de la operación y las restantes 20 el otro 50%.

Al considerar las primeras 10 casas de bolsa, se logra reunir el 75% de las operaciones totales.

En lo que hace a la eficiencia comparada de bancos y casas de bolsa se observa que las 25 casas de bolsa existentes tenían en 1989

poco más de 8 mil empleados. Mientras que en el sistema bancario, con más de 160 mil empleados, se estableció una utilidad promedio de 8 millones de pesos por persona, las casas de bolsa manejaron un monto medio de más de 50 millones de pesos por trabajador.

El banco que mayor utilidad por empleado tuvo en dicho año fue Banorte con 28 millones de pesos por trabajador, en tanto que la casa de bolsa más productiva es Inbursa, que generó más de 300 millones de pesos de utilidad por cada persona empleada.

Aunque la legislación no establece un tope para el número de casas de bolsa en funciones, las autoridades han aplicado en la práctica una política de barreras a la entrada a este mercado y han limitado el número de casas de bolsa a un esquema de dos muy grandes, con más de 10% de participación en el mercado cada una; seis casas de bolsa con participación cuando menos del 5% cada una; y ocho más que pesan más del 2% del mercado y nueve casas de bolsa con una participación inferior al 2 por ciento.

El hecho de que las colocaciones en el mercado accionario sean muy escasas en México (aún si se incluyen las sociedades de inversión) produce también otro tipo de expresiones de la concentración de las operaciones. Por ejemplo, en los primeros siete meses de 1990 el 60% de las colocaciones fue realizado por una sola casa de bolsa: Inversora Bursátil; en 1989, el 78% de las colocaciones primarias fue realizado por la casa de bolsa Comercial.

Si se observa la concentración a través de la emisión de instrumentos más usuales como el papel comercial también se obtendría un elevado grado de la misma. Entre Inverlat, Operadora de Bolsa, Inversora Bursátil y Probursa colocaron el 52% del papel comercial que se negoció durante 1989. En 1990 esas cuatro casas de bolsa colocaron el 48% del papel comercial durante los primeros siete meses del año.

El esquema de operación de un mercado concentrado no fue modificado por las disposiciones sobre Bolsa de Valores de 1989. De hecho, la formación de grupos financieros legales y la reforma que restableció la banca privada, ha conducido a que la concentración de la intermediación financiera global en un número relativamente reducido de intermediarios sea una de los rasgos más sobresalientes del sistema financiero mexicando al iniciarse la década de los 90.

3.3 Los inversionistas

La bolsa ha sido un espacio extraordinariamente atractivo para los inversionistas en estos años transcurridos entre 1983 y el mes de marzo de 1990, ya que el índice de precios y cotizaciones creció en 69 mil 873 por ciento en términos nominales. Si ese porcentaje se compara con una inflación de 4 mil 775 por ciento en ese mismo lapso, se habría obtenido una ganancia real de 1,463 por ciento, equivalente a un 46.7 por ciento anual en términos reales.

Dichas cifras muestran que el mercado accionario constituyó una de las alternativas más redituables para los inversionistas nacionales, puesto que ningún otro instrumento proporcionó un beneficio tan considerable en períodos de largo plazo; y tampoco hubo otro mercado accionario importante a nivel mundial que haya ofrecido ganancias de esa magnitud durante tantos años.

Esto fue así aún considerando el crac de 1987, ya que si bien en ese año el índice de la bolsa tuvo un descenso de 14.5 por ciento en términos reales, para 1988 la ganancia real fue de 31 por ciento en términos reales, y de 65.4 por ciento en 1989. Lo anterior quiere decir que, quien invirtió en la Bolsa en enero de 1987, habría logrado durante el período considerado una ganancia real anual de 23 por ciento en promedio.

Bajo esta evolución altamente favorable del índice y las utilidades debe subrayarse, sin embargo, que a partir del crac de 1987 se produjo un cambio fundamental en el perfil de los inversionistas que participan en la bolsa.

Antes del crac bursátil llegaron a existir aproximadamente 450 mil inversionistas, como consecuencia de la estrategia de popularización de la inversión bursátil seguida por las autoridades. Después del crac, en pocos meses hubo una reducción de más de 50 mil inversionistas y se concluyó el año de 1987 con sólo 390 mil inversionistas.

En 1988, este número se redujo en 140 mil personas y en 1989 se produjo otra reducción de 50 mil cuentas.

En cambio, durante el mismo período, se duplicó la custodia de valores. En términos nominales, el valor promedio de cada cuenta se multiplicó por cuatro, entre antes del crac de 1987 y el término de 1989, lo que implica un crecimiento real de 70 por ciento. Esto quiere decir que la bolsa se mantuvo como un instrumento de in-

versión atractivo para un estrato de inversionistas con ingresos elevados, el que fue proprocionalmente cada vez más pequeño.

Si se compara el número de accionistas en la bolsa con la población económicamente activa, se observa que sólo el 0.7 por ciento de los mexicanos en edad productiva tiene una inversión en alguna casa de bolsa; o bien que mientras que existen cerca de 30 millones de cuentas de ahorro, hay una cantidad 100 veces menor de cuentas en casas de bolsa.

El fenómeno de reducción del número de inversionistas presentes en el mercado se produjo a pesar del crecimiento extraordinario de las sociedades inversión que aumentaron a más del doble rebasando los 150 fondos de inversión. Además se produjo un proceso de especialización por el cual la cartera de los fondos de inversión se diseñó de acuerdo a una estrategia de inversión definida y ofrecida al inversionista.

El crecimiento en el número de fondos de inversión, combinado con la reducción del número de inversionistas en las casas de bolsa permitió que se desarrollaran productos más especializados, de acuerdo a las demandas de una clientela más selecta.

Finalmente el cambio en el perfil de los inversionistas de las casas de bolsa expresó dos fenómenos de carácter social. Por un lado, el proceso de concentración del ingreso que se produjo después de la puesta en marcha del Pacto; y por otro lado, el cambio en los hábitos de ahorro de un estrato de la población formado por más de 200 mil personas que prefirió regresar a las fórmulas tradicionales del ahorro.

4. Las perspectivas del mercado de valores

Cuando se analizan las perspectivas del mercado de valores, deben tomarse en cuenta dos aspectos básicos. Por un lado, los procesos de privatización, especialmente el de la banca, que dominarán la escena económica en el inicio de la década de los 90. Por otra parte, el proceso de apertura financiera que, aún sin concretarse de manera expresa, se incrementará en la segunda mitad de los 90, especialmente si se suscribe el tratado de libre comercio con los Estados Unidos.

La privatización de los bancos que modificó la exclusividad esta-

tal en el otorgamiento del servicio de banca y crédito será uno de los pasos más firmes para terminar con las diferencias formales entre la intermediación bursátil y bancaria.

En los argumentos señalados para fundamentar la privatización, dos son de relevancia para este análisis. Primero, el que menciona que la tendencia a la globalización de las operaciones financieras es irreversible y que México debe estar preparado para enfrentarla. El segundo afirma que la integración de grupos financieros en los que se pueda realizar la intermediación de manera eficaz, es una condición para enfrentar la competencia externa en el caso de una apertura financiera que no resulta lejana.

Los anteriores señalamientos expresan que la privatización se ha planteado como un paso en el cambio de las operaciones financieras globales. Es decir, se ubica como el inicio de la fusión efectiva de las operaciones bancarias y bursátiles. Es de esperarse, por lo tanto, que sea apenas la primera de una serie de acciones legales que reconozcan que la intermediación financiera es realizada de manera primaria por un conglomerado de empresas que ofrecerá de manera integrada servicios tales como el aseguramiento; el arrendamiento; la compra de títulos; el manejo de las operaciones corrientes, entre muchos otros servicios disponibles.

Pero al mismo tiempo, también es de esperarse que la operación de los grupos financieros se concentre aún más y que se ofrezcan paquetes literalmente hechos a la medida a un conjunto de grandes grupos y empresas.

En otras palabras, la intermediación financiera dejará de tener como punta de lanza el diseño y desarrollo de productos financieros que buscan captar el ahorro de un estrato numeroso de cuentahabientes; y se dejará la vanguardia a las llamadas operaciones de ingeniería financiera, que permiten al usuario de la intermediación recibir una combinación de productos hecha de tal manera que se convierta en un servicio ofrecido en exclusiva.

Esta tendencia en la evolución de los servicios financieros hacia el estrato de grandes cuentahabientes deriva del reconocimiento de que el ahorro efectivo disponible en la economía es generado por un conjunto relativamente pequeño de entidades, que también se convierten en los principales demandantes de estos servicios.

En este contexto, no sería descartable que el mercado de valo-

res, como un engranaje importante de la intermediación financiera realizada básicamente por grupos integrados, pueda convertirse en un mecanismo relevante de financiamiento de la inversión; no sólo a través de la tradicional colocación de intrumentos, sino de nuevos instrumentos que serán diseñados en el futuro.

Si el mercado de valores cumple de manera más eficaz su papel de mercado de capitales será a partir de brindar el apoyo a un número limitado de empresas; sin embargo, este número no necesariamente será inferior al que hoy hace operaciones en bolsa. El desarrollo de una nueva cultura y de nuevos hábitos corporativos puede dar lugar a que un número cada vez mayor de empresas grandes recurran a el financiamiento de la bolsa.

En el caso de las empresas medianas, no existe en perspectiva una propuesta factible para lograr que el mercado de valores se convierta en una alternativa de financiamiento. Las exigencias para la inscripción en bolsa no solamente no se han reducido sino que han crecido para ofrecer a los inversionistas mayores seguridades; por lo cual, esta opción de financiamiento parece estar cerrada para las empresas medianas.

Otro de los factores que deben tomarse en cuenta al analizar las perspectivas del mercado accionario es la apertura financiera y específicamente las modalidades que ésta tendrá en relación al tratado de libre comercio con los Estados Unidos.

Si bien no es de esperar que en un plazo muy breve existan intermediarios financieros extranjeros operando en México de manera abierta y legal, si es previsible que esto ocurra a la vuelta de algunos años. En relación a los grupos financieros todo indica que una de las formas más probables de la apertura será la asociación entre intermediarios mexicanos y extranjeros.

La estrategia de profundización de la reforma económica no puede preservar un sector financiero protegido que estaría operando con niveles bajos y con costos elevados para los usuarios de la intermediación.

De la misma manera que la industria tuvo que abrirse, así el sector financiero tendrá que someterse a la competencia del exterior, con el objeto de que el precio del dinero y de los servicios que se ofrecen se equipare con el de nuestros principales socios, principalmente de los Estados Unidos.

Sin embargo, no parece existir nada claro respecto a la forma que tendría la apertura financiera en el marco de un tratado de libre comercio con los Estados Unidos, debido a que en este país existe una reglamentación financiera muy conservadora, que no sería el parámetro para México.

Por su parte, la competencia internacional en el mercado de valores local, a través del establecimiento de casas de inversión extranjeras, implicará una fuerte competencia por el ahorro tanto para colocarlo en mercados financieros del exterior como en el mercado de México.

ANEXO

ESTRUCTURA DEL MERCADO EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES

ANEXO

Estructura del mercado en la Bolsa Mexicana de Valores: mercado, sociedades de inversión y casas de bolsa

INTRODUCCIÓN

Con el propósito de ubicar el tamaño y la estructura del mercado bursátil, y con ello dimensionar con precisión al mercado accionario de México en el ámbito de la BMV, destacaremos algunos indicadores, características y tendencias.

En primer lugar, la estructura de las operaciones bursátiles, según sean instrumentos del mercado de capitales o de dinero.

En segundo lugar, la intermediación de recursos por parte del mercado. Se comparan los valores en custodia de las casas de bolsa con la captación bancaria, así como el financiamiento bursátil con el del sistema bancario.

En tercer lugar, se analiza al mercado accionario desde distintos ángulos. Se compara este mercado con el estadounidense y otros países en desarrollo, de modo general. Al interior del mercado mexicano se desglosa su estructura según los tipos de acciones en el importe operado y volumen negociado; también en los recursos que se financiaron a emisores en bolsa a través de éste.

A. Estructura de las operaciones del mercado de valores

En el mercado bursátil tenemos oferentes y demandantes de títulos valores. Los oferentes son tanto del sector público como del privado que buscan liquidez y capital. Los demandantes además de las propias empresas, bancos y gobierno, se constituyen por las personas físicas que son consideradas como parte del sector privado que colocan su dinero con el fin de obtener un beneficio financiero que puede involucrar un riesgo que es propio de las acciones, o tomar la forma de intereses en instrumentos de renta fija.

Una de las preocupaciones sustanciales respecto al sistema financiero durante muchos años, ha sido la de tener un mercado de capitales que financie de modo importante a las empresas.

Actualmente es fundamental esta preocupación, en tanto que las casas de bolsa son intermediarias no bancarias que puedieran canalizar los recursos financieros que permitirían apuntalar la modernización económica y hacer frente al cambio estructural de la economía.

Sin embargo, la situación del mercado bursátil no es la más adecuada para ello. En un breve análisis de la estructura de las operaciones bursátiles encontramos que el surgimiento de un mercado de valores a largo plazo es aún un objetivo a lograr, no obstante los avances relativos observados desde que se institucionalizó el mercado en 1975.

De este modo encontramos que en la operatividad de la bolsa se localiza un gran mercado de dinero, explicado en 75% por los instrumentos públicos de corto plazo; así como un mercado de renta variable embrionario cuyas características volátiles y en largos períodos subvaluado, impide una política de financiamiento permanente de las empresas vía colocación de acciones.

El desarrollo del importe operado total en la bolsa es impactante. En 1975 este importe guardó una proporción respecto al PIB de 10.3% y en 1982 de 24.6%. En 1975 el mercado de capitales explicaba el 100% del importe operado, y en 1982 sólo el 6.8%, dada la participación de los instrumentos públicos de corto plazo como son los Certificados de la Tesorería (Cetes).

En términos reales, el importe operado total crecía casi en 3 veces y el del mercado accionario se elevó en 120%. En 1975 se operaron en total 4 billones de pesos de diciembre de 1985 contra 75 billones en 1982.

Este período está marcado por las devaluaciones de 1976 y 1982, así como por el ambiente incierto en el sistema financiero de este último año. A partir de entonces el crecimiento del mercado bursátil es exponencial.

En vísperas del auge, en diciembre de 1985, el importe operado total en pesos constantes había llegado a 33.5 billones y la estructura de los mercados no se modificó en gran medida: el mercado de capitales participaba con 7.7% y el de dinero en 92.3%, en particular, los instrumentos del sector público constituían por sí solos el 78.2%.

El gran auge de los años 1986 y 1987, no significó cambios drásticos en la estructura del importe operado, ni aún en el punto más alto del índice de precios y cotizaciones de la BMV. Para septiembre de 1987 la estructura del importe operado según el tipo de mercado, fue para el de capitales de 8.7% (pasando el accionario de 4.9% en diciembre de 1986 a 7.2% en la fecha citada) y 91.3% para el de dinero. El correspondiente a instrumentos del sector público explicaba el 79.4% de todo lo operado.

A fines de 1987 el importe operado total fue de 308 billones de pesos de diciembre de 1985, monto 60% superior al Producto Interno Bruto de este mismo año.

El importe operado se elevó en 4.8 veces respecto a 1982; el del mercado de capitales en 7 veces y el del mercado accionario en 21 veces. El del mercado de dinero por su parte, lo hizo en 4.7 veces.

En abril de 1988, la estructura de las operaciones retornó a los promedios de participación de 1984 y para fines de 1988 reflejaba algo parecido a los de 1982.

Después del auge vino un rechazo del mercado de riesgo por parte del público en general, como se observa en la caída del importe operado de renta variable, que de 1987 a 1988 fue de (64)%, en el mismo lapso (ver cuadro 1).

Los niveles de subvaluación de la bolsa a principios de 1988, la rápida recuperación del índice bursátil junto con la mejoría de los indicadores económicos nacionales en general, durante 1989 y principios de 1990, apuntalaron el ascenso de las cotizaciones accionarias, lo cual se mostró en un incremento mayor en la operatividad de la renta variable con respecto al resto de sus instrumentos.

Sin embargo, hacia fines de septiembre de 1990 tales circunstancias se modificaron a raíz del conflicto en Medio Oriente y la sensible disminución de la actividad económica en los Estados Unidos durante el segundo semestre de 1990.

Cuadro 1

Importe operado total (1975-1990)
Estructura porcentual

Instrumento	*1975*		*1982*		*1985*		*1987*	
	$ (a)	*%*	*$ (a)*	*%*	*$ (a)*	*%*	*$ (a)*	*%*
Total	4.0	100.0	15.2	100.0	33.5	100.0	89.0	100.0
Capital	4.0	100.0	1.0	6.8	2.6	7.7	8.3	9.3
R. Variable	0.1	3.3	0.3	1.9	1.4	4.2	6.7	7.5
R. Fija	3.9	96.7	0.7	4.9	1.2	3.5	1.7	1.9
Dinero	–	N.C	14.2	93.2	30.9	92.3	80.7	90.7
Público	–	N.C	11.4	74.2	26.2	78.2	70.3	79.0
Privado	–	N.C	2.8	18.4	4.7	14.1	10.4	11.7

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la BMV.
(a) Billones de pesos de diciembre de 1985.
(b) Septiembre de 1990.
N.C. No cotizaban.

Cuadro 1 (concluye)

Importe operado total (1975-1990)
Estructura porcentual

Instrumento	*1988*		*1989*		*1990 (b)*	
	$ (a)	*%*	*$ (a)*	*%*	*$ (a)*	*%*
Total	130.3	100.0	131.6	100.0	120.4	100
Capital	3.7	2.8	5.0	3.8	3.9	3.2
R. Variable	2.4	1.8	4.0	3.0	3.3	2.7
R. Fija	1.3	1.0	1.0	0.8	0.6	0.5
Dinero	126.6	97.2	126.6	96.2	116.5	96.8
Público	116.5	89.4	121.1	92.0	110.8	92.0
Privado	10.1	7.8	5.5	4.2	5.7	4.8

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la BMV.
(a) Billones de pesos de diciembre de 1985.
(b) Septiembre de 1990.
N.C. No cotizaba

Cuadro 2

Importe en circulación de instrumentos del mercado de dinero 1985 - 1990
Miles de millones de pesos de diciembre de 1985

Instrumento	*1985*		*1986*		*1987*		*1988*		*1989*		*1990*	
	Absoluto	*%*	*Absoluto*	*%*	*Absoluto*	*%*	*Absoluto*	*%*	*Absoluto*	*%*	*Absoluto*	*%*
Mercado de dinero	3229.3	100	5046.5	100	6130.7	100	9857.6	100.0	14743.4	100.0	13801.7	100
Sector Público	2762.0	85.5	4270.8	84.6	5935.9	96.8	9636.5	97.7	14325.2	97.1	13353.8	96.7
Cetes	2762.0	85.5	4190.7	83.0	5602.7	91.4	6376.9	64.7	6844.1	46.4	6483.0	47.0
Pagarés			80.1	1.6	231.9	3.8	695.0	7.0	111.6	0.7	230.2	1.7
Tesobonos									54.8	0.4	184.6	1.3
Bondes					101.3	1.6	2564.6	26.0	6922.1	47.0	5606.1	40.6
Ajustabonos									392.6	2.7	849.9	6.2
Sector Privado	467.3	14.5	775.7	15.4	199.9	3.3	221.1	2.2	418.3	2.8	448.9	3.3
Aceptaciones B.	443.9	13.8	472.7	14.7	169.8	2,8	161.1	1.6	1.5	0.01	0.1	N.S.
Papel C.	23.4	0.72	33.0	0.7	30.0	0.5	54.8	0.5	416.8	2.8	448.8	3.3
Pagaré con R.							5.2	0.05				

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la BMV y BANXICO.
Nota: 1990 Saldo al mes de octubre.

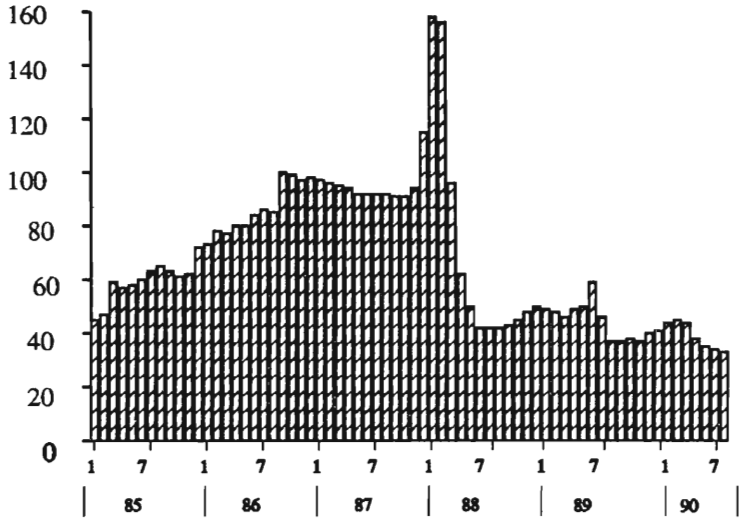
Cuadro 3
Colocaciones y rendimientos de instrumentos bursátiles

	85	*86*	*87*	*88*	*89*	*90*
Bonos públicos						
CETES						
Colocación Neta	1.4	5.8	21.2	21.6	14.6	15.2
Circulación	2.7	8.6	29.8	51.6	66.2	81.4
Rendimiento Medio	63.5	85.9	102.9	68.2	44.9	37.5
BONDES						
Colocación Neta	–	–	0.5	19.9	46.2	-2.0
Circulación	–	–	0.5	20.7	67.0	65.3
Rendimiento Medio	–	–	112.4	69.9	45.0	38.5
PAGARES						
Colocación Neta	–	0.2	1.1	4.3	-4.5	1.6
Circulación	-	0.2	1.3	5.6	1.1	2.6
Rendimiento Medio	–	10.4	14.7	27.5	20.9	14.3
TESOBONOS						
Colocación Neta	–	–	–	–	0.5	2.0
Rendimiento Medio	–	–	–	–	16.0	13.4
AJUSTABONOS						
Colocación Neta	–	–	–	–	3.8	4.0
Circulación	–	–	–	–	3.8	7.9
Rendimiento Medio	–	–	–	–	16.1	14.5
TOTAL BONOS PUBLICOS						
Colocación Neta	1.4	6.0	22.3	45.9	60.7	21.1
Circulación	2.7	8.6	31.1	77.9	138.6	159.8
TITULOS PRIVADOS						
Aceptaciones bancarias						
Colocación Neta	0.4	1.5	0.9	0.3	-2.1	-0.007
Circulación	0.4	1.5	0.9	1.3	0.001	0.007
Rendimiento Medio	64.7	86.8	122.9	71.9	47.0	40.1
PAPEL COMERCIAL						
Colocación Neta	0.01	0.04	0.09	0.5	3.5	1.0
Circulación	0.02	0.07	0.15	0.4	4.0	5.1
Rendimiento Medio	63.2	89.4	96.1	73.3	47.1	45.5
PAGARES						
Colocación Neta	–	–	–	1.8	-0.04	0.0
Circulación	–	–	–	0.04	0.0	0.0
Rendimiento Medio	–	–	–	42.6	36.6	42.0
TOTAL TITULOS PRIVADOS						
Colocación Neta	0.4	1.6	0.9	2.6	1.5	1.0
Circulación	0.4	1.6	1.0	1.8	4.0	5.1

Fuente: Indicadores Bursátiles. Bolsa Mexicana de Valores

1. Cifras en billones de pesos
2. Los rendimientos de Tesobonos y Pagarés son en dólares
3. Los rendimientos de los Ajustabonos son la sobretasa al índice de precios al consumidor.
4. Las colocaciones netas son igual a las colocaciones brutas menos las amortizaciones.
5. Los datos de 1990 son hasta el mes de agosto.

Gráfica 1
TASAS DE LOS CETES



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Banxico.

B. Recursos intermediados y financiamiento bursátil

¿Cuántos son los recursos que intermedian las casas de bolsa? ¿Es importante el monto de recursos que colocan los emisores en la bolsa? Estas interrogantes se necesitan responder para tener una visión objetiva del papel que juegan las casas de bolsa y el mercado bursátil en el sistema financiero nacional.

Empecemos por la captación de recursos que puede ser medido por los valores en custodia de las casas de bolsa, como un indicador aproximado. Estos valores ascendieron a 5.3 billones de pesos en 1986 y a 9.6 billones en 1987, en pesos de diciembre de 1985, guardando una proporción respecto a la captación en instrumentos internos en moneda nacional, de 117%, y 89.1%, respectivamente en esos años.

Por el lado del financiamiento bursátil, la información completa que se tiene inicia en el año 1985. El análisis del financiamiento se

puede realizar primero como proporción del financiamiento otorgado por el sistema bancario consolidado y respecto al PIB; en segundo lugar, como estructura por tipo de instrumento según el mercado de capital o de dinero; y después diferenciando el financiamiento efectivo bruto del otorgado después de deducir las amortizaciones.

Cuadro 4

Proporción del financiamiento efectivo bruto bursátil (FEBB)[a] respecto al PIB, al otorgado por el Sistema Bancario Consolidado (SBC) y a las exportaciones de manufacturas (FEM) 1985 - 1990

		Proporción respecto a:		
PERIODO	*FEBB*	*PIB*	*SBC*	*FEM*
	$ (b)	*%*	*%*	*%*
1985	16.3	27.6	47.0	2535.6
1986	39.2	73.6	95.7	3299.7
1987	52.2	93.1	130.5	2883.6
1988	74.8	139.3	281.0	3647.0
1989	85.9	154.6	298.3	ND
1990 junio	47.7	ND	195.5	ND

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la BMV, Banxico, Bancomext y FOMEX.
(a) Significa lo que recibió el emisor a precio de colocación
(b) Billones de pesos de diciembre de 1985.
ND No disponible

La importancia creciente del financiamiento bruto del mercado de valores en el contexto nacional destaca cuando se observa que en 1985 el bursátil era la mitad del de la banca, en 1988 estaba 181% por arriba, y en 1989 era casi dos veces mayor.

El importe del financiamiento bursátil respecto al PIB, en 1985 guardaba una proporción de 28%, en 1988 superaba en 39% al del PIB y en 1990 era superior en más del 50% (ver cuadro 3).

Esto muestra que el monto de recursos financieros que pasan por el mercado de valores supera más que proporcionalmente a los crecimientos totales de la banca y del PIB nominales en el lapso 1985-1989. Así, el financiamiento efectivo bruto del mercado de valores crece a una tasa media anual de 51.5% en términos reales en el lapso mencionado.

Otro ángulo de análisis del financiamiento efectivo bruto es observar qué tantos fondos se canalizan a través del mercado de capitales, y en especial por acciones, y cuánto por medio del mercado de dinero.

Cuadro 5

Estructura del financiamiento efectivo bruto[a] vía mercado de valores, según instrumento 1985-1990

Instrumento	*1985*	*1986*	*1987*	*1988*	*1989*	*1990*[b]
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Mdo. de Capitales	2.2	0.7	1.5	0.5	0.5	0.5
R. Variable	0.2	N.S	1.2	0.2	0.1	0.1
R. Fija	1.9	0.6	0.3	0.3	0.4	0.4
Mdo. de Dinero	97.8	99.3	98.5	99.5	99.5	99.5
Público	77.5	66.9	87.1	90.7	93.5	90.5
Privado	20.3	31.4	11.4	8.8	6.0	9.0

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la BMV.
(a) Significa lo que recibió el emisor a precio de colocación.
(b) Septiembre de 1990
N.S. No significativo

Se deduce de la información (ver cuadro 5), que el mercado bursátil como un mercado que intermedia recursos financieros es un mercado de dinero de corto plazo y que satisface la demanda de liquidez del sector público, en más de 70% en promedio del total canalizado a través de la bolsa entre 1985 y septiembre de 1990.

¿Cuánto de esos billones de pesos absorbidos por el emisor, le

quedan después de amortizar deudas anteriores derivadas de la colocación de esos mismos instrumentos?

Esta pregunta podemos responderla obteniendo el importe del financiamiento efectivo neto que es lo que recibe el emisor a precio de colocación, que resulta del financiamiento efectivo bruto menos las amortizaciones que realiza en ese período.

Cuadro 6

Estructura del financiamiento efectivo neto y su proporción respecto al bruto, y su estructura 1985-1989

Instrumento	*1985* %	*1986* %	*1988* %	*1989* %
Total	100.0	100.0	100.0	100.0
Mdo. de Capital	13.0	4.6	10.0	5.3
R. Variable	1.5	0.2	3.3	1.1
R. Fija	11.5	4.4	6.7	4.2
Mdo. de dinero	87.0	95.4	90.0	94.7
Público	75.7	78.2	86.7	64.1
Privado	11.3	17.2	3.3	30.6
Prop. Neto/Bruto	15.4	12.5	4.4	7.9

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la BMV.

La proporción nos muestra que los requerimientos de amortización han sido crecientes en algunos instrumentos, por lo que de obtener 15.4% neto el emisor en 1985, pasa a 4.4% y 7.9% en 1988 y 1989, del total de recursos que demanda a precios de colocación (ver cuadro 6). Incluso hasta septiembre de 1990, el importe de la colocación fue superado por el de la amortización.

La estructura del financiamiento neto recibido por el emisor, en general no se distingue demasiado del bruto; sin embargo existen elementos que llaman la atención.

El mercado de dinero es el que ha dado el incremento al finan-

ciamiento efectivo neto total en el período 1985 a septiembre de 1990. Al interior, destaca el absorbido por el sector público y en particular el cambio en la relevancia cuantitativa de los instrumentos. Ahora la importancia reside en los Bonos de Desarrollo por los cuales el gobierno obtiene más de lo que amortiza, a diferencia de los Certificados de la Tesorería en donde ocurre una descolocación.

Hasta septiembre de 1990 se da una fuerte descolocación de instrumentos en el mercado de dinero provocando un saldo negativo en el financiamiento efectivo neto tanto del sector público como del privado.

El mercado de renta variable pasó de 40 mil millones a 100 mil millones de pesos, que significa el 5.4% en promedio del total financiado neto en el período 1985 a septiembre de 1990 (ver cuadro 7).

Cuadro 7

Financiamiento efectivo neto
(en billones de pesos de diciembre de 1985)
1985 - 1990

Instrumento	*1985*	*1986*	*1987*	*1988*	*1989*	*1990*[a] *%*	*1989/85 %*
Total	2.5	2.1	2.1	3.0	6.8	0.044	172.0
Mdo. de Capital	0.3	0.1	0.7	0.3	0.4	0.265	33.3
R. Variable	0.04	0.005	0.6	0.1	0.1	0.050	150.0
R. Fija	0.3	0.1	0.1	0.2	0.3	0.215	0.0
Mdo. de Dinero	2.2	2.0	1.4	2.7	6.4	0.221	190.9
Público	1.9	1.6	1.2	2.6	4.3	0.194	126.3
Cetes	1.9	1.6	0.9	0.3	0.7	0.638	–
Bondes	N.C.	N.C.	0.1	2.5	5.1	0.143	–
Privado	0.3	0.4	0.2	0.1	2.1	0.027	600.0
Aceptaciones	0.3	0.3	N.S	N.S	1.8	0.001	500.0

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la BMV.
(a) Septiembre de 1990.
N.C No cotizaban
N.S No significativo

C. El mercado accionario

Los elementos anteriores nos permiten ubicar al mercado accionario o de renta variable en el contexto bursátil, y encontramos en el período 1985 a septiembre de 1990 lo siguiente: dentro del importe operado total, la renta variable participó en 3.4%, en promedio. Del financiamiento efectivo bruto explica el 0.5%, y del financiamiento efectivo neto el 5.4% del total. Es decir, en ese lapso se operó un importe acumulado de 20.4 billones y sólo se obtuvo de financiamiento, vía acciones, de 0.9 billones de pesos de diciembre de 1985.

Así, notamos que el mercado accionario no es ni ha sido el centro del crecimiento y tampoco constituye el peso relativo fundamental de la actividad bursátil en México. El mercado accionario ha tenido un comportamiento volátil que muestra lo difícil que es erigir un financiamiento a largo plazo en el contexto del sistema financiero nacional.

En esta parte analizaremos al mercado accionario comparándolo con otros mercados internacionales, y profundizaremos en su estructura según el tipo de acciones que lo componen.

El mercado accionario de México es de un tamaño relativamente pequeño respecto al de los países desarrollados y otros en desarrollo. Por ejemplo, el valor de capitalización en dólares del mercado estadounidense guardó una proporción de 373.4 veces al de México en 1986, mientras que el PIB tuvo una relación de 21.9 veces. La proporción en ese mismo año del mercado de Singapur fue de 4.7 veces y el de Hong Kong de 7.6 veces. Para abril de 1988, las proporciones de esos mercados respecto al de México fueron de 197.5, 3.2 y 5.2 veces, en ese mismo orden. En relación al promedio mundial registrado por el Morgan Stanley Capital Internacional fue de 955.2 veces en 1986 y 783.5 veces en 1987.

Después de la recuperación del mercado accionario mexicano, encontramos que su valor de capitalización en dólares mejoró notablemente: en agosto de 1990 el valor del mercado de Estados Unidos fue 71 veces mayor, el de Singapur fue 1.8 veces, el de Hong Kong 2.3 veces y el del promedio mundial alcanzó las 225 veces. Esto indica que el mercado de acciones de México es uno de los más destacados en cuanto a su crecimiento y rentabilidad de los últimos años a nivel internacional.

El número de emisoras en el mercado a fines de 1987 eran de 107 con un valor de capitalización de 6.2 miles de millones de dólares. En cambio en Estados Unidos operan más de dos mil emisoras diariamente con un promedio de 250 millones de acciones negociadas, y un valor de capitalización de 2216 miles de millones de dólares, en 1987.

La bursatilidad del mercado alcanza en promedio 10% de las acciones en circulación de las principales emisoras del mercado.

Si destacamos la estructura del importe operado encontraremos lo siguiente: que las acciones de empresas industriales, comerciales y de servicios más las de seguros y fianzas explicaban hasta 1984 prácticamente el 100% del importe operado total de la renta variable. De 1985 a 1988 este porcentaje se reduce a 69%, las sociedades de inversión el 20.4%, las casas de bolsa 4.8% y los cap's el resto (8.1% de 1987 a 1988).

De 1988 a septiembre de 1990 estos mismos porcentajes fueron: 50.3%, 40.4%, 1.5%, y 7.8%; respectivamente.

En el volumen operado de 1985 a 1988 participaron las acciones de empresas industriales, comerciales y de servicios más las de seguros y finanzas en 29%, las sociedades de inversión en 78.1%, las casas de bolsa en 2%, y los cap's el resto (1.7% de 1987 a 1988).

De 1988 a septiembre de 1990 estos porcentajes fueron 6%, 90.3%, 1%, y 2.7%; respectivamente.

Estos datos muestran, por el bajo porcentaje en el volumen y el relativamente alto importe, el elevado precio que tomaron los certificados de participación patrimonial (cap's) de los bancos nacionalizados y las acciones de las casas de bolsa en el período 1985-1987, y la fuerte deflación de fines de 1987 y su continuidad en 1988; así como un importante incremento en el precio de los cap's en 1989-1990 como resultado del anuncio de reprivatización de la banca comercial.

Por último, la parte relevante del financiamiento recibida por los emisores de acciones ocurre en 1987: 2.2 billones de pesos en 1987 y 1 billón en 1988 (que significan en pesos de diciembre de 1985, 0.6 y 0.1 billones de pesos).

Cuadro 8

Estructura del importe operado de las acciones negociadas 1981-1982 y 1985-1990[a]

Instrumento	*1981*		*1982*		*1985*		*1986*		*1987*		*1988*		*1989*		*1990a*	
	ABS	*%*	*ABS*	*%*	*ABS*	*%*	*ABS*	*%*	*ABS*	*%*	*ABS*	*%*	*ABS*	*%*	*ABS*	*%*
Total	1065.7	100.0	289	100.0	1411.7	100.0	2480	100.0	6657	100.0	17545	100.0	4025	100.0	3338	100.0
(1) Sociedades de Inversión	5.8	0.5	0.1	N.S	655.3	46.1	905	35.5	459	6.9	4518	25.8	2292	56.9	1060	31.8
(2) Casa de Bolsa	N.C	–	N.C	–	3.7	0.3	14	0.6	601	9.0	543	3.1	44	1.1	42	1.3
(3) Cap's	N.C	–	N.C	–	N.C	–	N.C	–	645	9.7	660	3.8	170	4.2	428	12.8
(4) Resto de acciones	1059.9	99.5	288.9	100.0	752.6	53.3	1551	62.9	4951	74.4	11824	67.4	1518	37.7	1808	54.2
Sin (1)	1059.9	99.5	288.9	100.0	756.4	53.6	1575	63.5	6197	93.1	13027	74.2	1733	43.1	2277	68.2
Sin (2)	1065.7	100.0	288.9	100.0	1407.9	99.7	2466	99.4	6055	91.0	17002	96.9	3981	98.9	3297	98.8
Sin (3)	1065.7	100.0	288.9	100.0	1411.7	100.0	2480	100.0	6012	90.3	16885	96.2	3854	95.8	2910	87.2

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la BMV y el BM.

(a) Septiembre de 1990

N.S No significativo

N.C No cotizaban

D. Sociedades de inversión de renta variable

Las sociedades de inversión comunes se han colocado en un lugar relevante en el mercado accionario. El número de estas sociedades se elevó en 9 entre 1983 y 1984, y llegó a 17 el total de éstas a fines de 1986. En septiembre de 1987 funcionaban 27 sociedades y tres meses después llegaron a 36, continuando su aumento en 1988 alcanzando la cantidad de 43 en abril y de 47 en diciembre.

El número de accionistas varió con el ciclo bursátil. Durante el ascenso pasó de 12,571 en 1985 a 15,759 en 1986, de aquí se dispara a 203,050 en septiembre de 1987 en la cúspide del auge del mercado accionario y se va reduciendo paulatinamente hasta enero de 1988. Así, en los 9 primeros meses de 1987 el número de accionistas de estas sociedades se eleva en 1188.5%, y cae en 68.1% del punto más alto a abril de 1988, al llegar a 64,729 accionistas. Sin embargo en diciembre de 1988 fueron 31916; es decir 102.5% más de los que invertían en 1986.

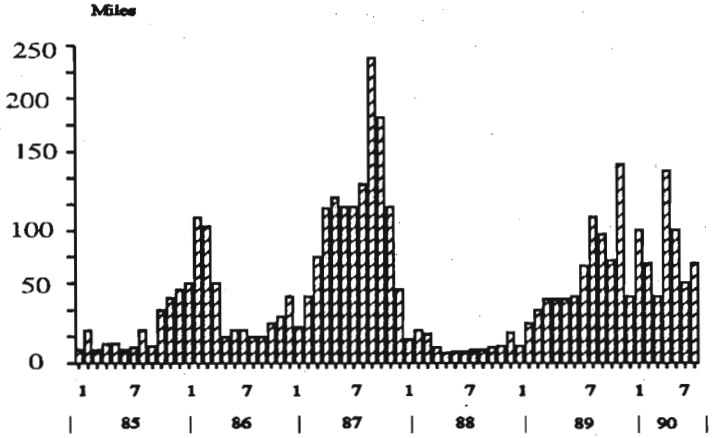
Las sociedades de inversión comunes han sufrido una severa deflación en sus activos netos después del boom. El activo neto de estas sociedades ascendía a 45.9 miles millones de pesos en diciembre de 1985, en 1986 fue de 101.4,. y en septiembre de 1987 valían 1384.4 miles de millones. Después del derrumbe del mercado en el último trimestre de 1987, los activos netos redujeron su valor a 687.2 millones de pesos.

En lo que se refiere a su participación en el mercado, ésta refleja un comportamiento cauto respecto al precio: el volumen negociado aumenta cuando los precios descienden en términos reales y se reduce cuando se elevan.

La proporción que guardó el volumen de acciones negociadas de sociedades de inversión respecto al total de acciones intercambiadas, sin considerar a las de los fondos, pasó de 15.6% en 1984, a 395.2% en 1985 y a 373.7% en 1986. En 1987 desciende a 37.8% y en 1988 se eleva de nuevo a 432.3%. La proporción mensual más alta en 1987 se encuentra en el mes de diciembre: 160.4%, y la segunda más alta en el mes de septiembre: 91%.

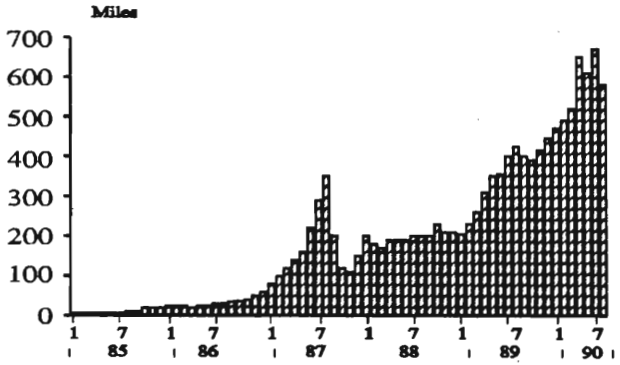
Mientras que de 1985 a 1986 el volumen de acciones de los fondos de inversión comunes se elevó de 12.1 miles de millones a 26.2, es decir, un incremento de 117%; en 1987 se negociaron 5.2 miles de millones de acciones.

Gráfica 2
VOLUMEN NEGOCIADO



Fuente: Elaboración propia con base en datos de la BMV.

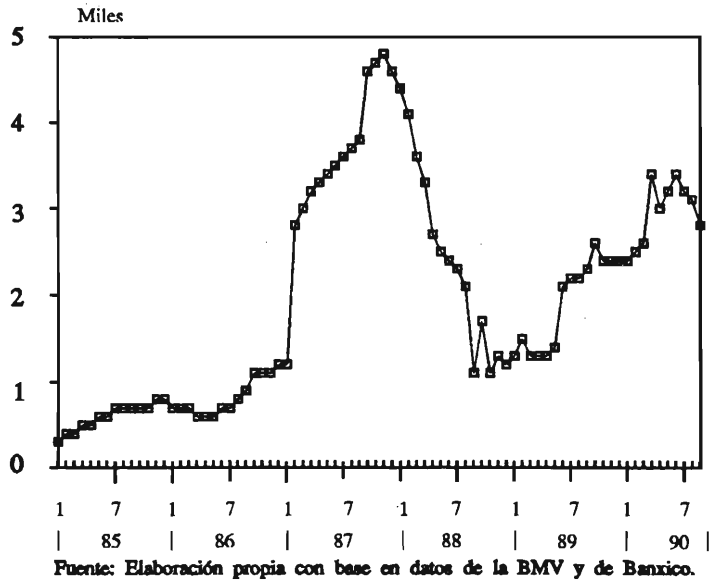
Gráfica 3
INDICE DE LA BOLSA
-puntos-



Fuente: Elaboración propia con base en datos de la BMV.

Gráfica 4

INDICE DEFLACIONADO
-índice de precios base ene 89-



Fuente: Elaboración propia con base en datos de la BMV y de Banxico.

En cuanto al importe operado en términos reales, en pesos de 1985, en ese año se operó 524.8 miles de millones de pesos, en 1986 725.5 y en 1987 367.9 miles de millones de pesos. Ese importe se distribuyó del siguiente modo durante el año: 14.4% en los 9 primeros meses del año, y el resto, 83.6%, en el último trimestre.

La combinación de volumen e importe operados nos da el precio pagado por cantidades negociadas de acciones. El precio promedio, medido en pesos de 1985, de un millón de acciones de estas sociedades pasó de 43.46 millones de pesos en 1985, a 27.69 millones de pesos en 1986. En septiembre de 1987 este precio ascendió a 249.09 millones de pesos, y en diciembre de ese mismo año se redujo a 37.05 millones de pesos por cada millón de acciones negociados. Esta ten-

dencia a disminuir se mantiene: en abril de 1988 fue de 12.88, y en diciembre de 1988: 10.18 millones de pesos promedio de 1985.

El manejo de su cartera también mostró prudencia. Hacia el primer trimestre de 1987 el importe de la cartera observó una reducción del peso de la renta variable y durante el crecimiento más fuerte se elevó la tenencia de acciones, en septiembre se ajusta la cartera y se eleva la participación de la renta fija a la proporción existente en marzo de ese mismo año, en alrededor de 65% de total.

Cuadro 9

Estructura del volumen operado de las acciones negociadas
Millones de Acciones 1988-1990(a)

Instrumento	*1988*		*1989*		*1990 (a)*	
	ABS	*%*	*ABS*	*%*	*ABS*	*%*
Total	43.432	100.0	90.369	100.0	112.5	100.0
(1) Sociedades de Inversión	35.266	81.2	82.964	91.8	104.1	92.5
(2) Casas de Bolsa	0.854	2.0	0.935	1.0	0.7	0.6
(3) CAPS	0.761	1.8	2.373	2.6	3.6	3.2
(4) Resto de Acciones	6.542	15.1	4.097	4.5	4.1	3.6
Sin (1)	8.157	18.8	7.405	8.2	8.4	7.5
Sin (2)	42.569	98.0	89.434	99.0	111.8	99.4
Sin (3)	42.662	98.2	87.996	97.4	108.9	96.8

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la BMV
(a) Septiembre de 1990.

E. Casas de bolsa

Las casas de bolsa tienen una importante evolución en el curso del auge y crac bursátil de 1987. Siguiendo la periodización adoptada consideramos primero su evolución general en el curso de la década

de los ochenta, para luego ver con más detenimiento su desempeño en el período 1987-1989.

En el cuadro 9 pueden verse algunos indicadores de la evolución general de las casas de bolsa desde 1980 hasta 1989. Conforme al mismo se comprueba primero que el número total de dichos intermediarios decreció en 22%, pasando de 32 a 25 matrices.

El número de empleados se mantiene relativamente estable entre 1980 y 1982, para sufrir luego un incremento del 30% en 1983, casi un 50% en 1986, un explosivo 75% en 1987 y una contracción de 15% en 1988. En diciembre de 1989 el total de empleados fue de 9,131 casi 8% menos del total de fines de 1988.

El movimiento en el número de sucursales es relativamente distinto que el correspondiente a los empleados. En efecto, en el período 1980-1982 el número de sucursales se contrae en casi 25%, crece lentamente entre 1983 y 1985, y luego sufre una vertiginosa expansión del 55% en 1986 y de más del 40% en 1987, para luego mantenerse prácticamente estable durante 1988, ya que sólo decrece en un 2%. Esta expansión en el número de oficinas se traduce en un incremento de las sucursales en distintas partes del país, ampliando las posibilidades de captación a practicamente todos los grandes centros urbanos, con excepción de los estados de Campache, Colima, Hidalgo y Tlaxcala. En diciembre de 1989 existían 218 sucursales, total 8.4% menor al de diciembre de 1988.

Por su parte el número de cuentas o inversionistas atendido por las Casas de Bolsa crece entre 1980 y 1987, aunque a ritmos diferentes según los años. Es así que mientras entre 1980 y 1984 crece entre un 20% y un 30% anual, y entre 1984 y 1985 sólo aumenta en 10%, luego se acelera bruscamente siendo del 65% el incremento entre 1985 y 1986, y de 110% entre 1986 y 1987, para luego decrecer un 25% en 1988. En diciembre de 1989 habían 202,491 cuentas, casi 202% por abajo de las registradas en diciembre de 1988.

En cuanto a la evolución de sus distintos indicadores de operación encontramos en primer lugar que los activos crecen 81.5% y los pasivos 60.1% en términos reales. Las utilidades crecen en 1987 en 338.1% en términos reales, mientras que si se considera el período septiembre 1986-septiembre 1987 lo hacen en un 641.1% medido de la misma forma. De esto, los ingresos por comisiones representaron

el 41% mientras que la compra y venta de acciones generó un 28% de dicha utilidad.

Un aspecto relevante de este intermediario es el elevado grado de concentración que presenta ya que en 1987, sólo cuatro casas (15% del total) explicaban el 54.2% de la intermediación del mercado accionario, 50.2% de los activos, el 57.6% de las cuentas, el 51.% de los empleados, el 58% del capital contable y el 68.7% de las utilidades netas.

El cuadro general de la evolución de este intermediario luego del crac de 1987 parece muy favorable ya que como resultado del mismo sólo se cerró una casa, y cuatro más fueron intervenidas, mientras que el conjunto quedó con importantes avances.

Cuadro 10

Datos Generales de Casas de Bolsa
1980 a 1989

Año	*Mes*	*No. de Casas*	*Sucursales*	*Empleados*	*Inversionistas*
1980		32	119	2641	47318
1981		31	111	2869	56642
1982		31	90	2718	66035
1983		31	101	3378	84476
1984		30	115	4483	108955
1985		26	111	4822	118066
1986		26	171	7008	186023
1987	ENE	26	171	7259	204832
	FEB	26	176	7575	216227
	MAR	26	185	7701	214279
	ABR	26	188	7955	239554
	MAY	26	194	8443	264394
	JUN	26	204	9276	312057
	JUL	26	209	9943	345781
	AGS	26	217	10479	373822
	SEP	26	245	11145	416893
	OCT	26	245	11903	395006
	NOV	26	245	12342	403083
	DIC	26	245	12342	390611
1988	ENE	25	246	11437	365011
	FEB	25	246	11197	330952
	MAR	25	137	11104	333402
	ABR	25	239	11073	328582
	MAY	25	243	11060	321301
	JUN	25	239	10990	323936
	JUL	25	240	10926	312461
	AGS	25	241	10835	300603
	SEP	25	239	10629	291361
	DIC	25	238	9882	250108
1989	DIC	25	218	9131	202491

Fuente: Elaboración propia con datos de la CNV.

BIBLIOGRAFIA

Acciones y Valores de México, S.A. El Mercado. Diversos números. México

Alcocer, Jorge: "La Bolsa Mexicana de Valores en 1979", (en) Taller de coyuntura, 1979, La crisis quedó atrás? DEP / FE / UNAM.

Banco de México. Informes Anuales. México.

Banco de México. Indicadores económicos. México.

Bancomext: *Medio siglo de financiamiento y promoción del Comercio Exterior de México.* 2 vols. México, Colegio de México, 1987.

Bancomext - Fomex - Informes Anuales 1983-1988.

Basch, Antonin: El mercado de capitales en México, México, CEMLA-BID, 1986.

Bolsa Mexicana de Valores. Indicadores Bursátiles. México.

Bolsa Mexicana de Valores. Anuarios Bursátiles. México.

Calzada, Fernado: "El PAC y el fracaso de la Política económica" (en) Economía Informa # 142/143, jul.-ago. 1986, FE/UNAM.

Cardero, Ma. Elena: Patrón monetario y acumulación en México Siglo XXI editores, 1a. ed., 1984.

Caso Bercht, Jorge: El mercado de acciones en México, México, CEMLA, 1971.

Castaings, Juan: Dinero, Valor y Precios. Un Análisis Estructural Cuantitativo sobre México, UAM-X, México, 1984.

Colmenares, David: "Promesas, quimeras, monetarismo", (en) Economía Informa, # 102, marzo de 1983, FE / UNAM.

Ejea, Guillermo: "Crisis y centralización financiera", (en) Análisis Económico, # 10, 1er. semestre 1987, UAM-A, DCSH. México.

Escalante, Juan A.: "Restauración y transición en el modelo de desarrollo", (en) Cordera, Rolando et al.: Desarrollo y crisis de la economía mexicana, Lecturas del Trimestre Económico # 39, FCE, 1981. México.

Garrido, C.: "El patrón de Acumulación del Desarrollo Estabilizador" 195 pp, mimeo, UAM-A, México, 1988. México.

Garrido, Celso: "Nuevo patrón privatista, transnacionalisante y exportador en México", en Revista A # 28, 1989, UAM-A, México.

Garrido, C. y Quintana, E.: "En...cimas del poder", (en) El cotidiano, # 9, ene-feb. 1986, UAM-A.

Garrido, C.; Quintana, E. y Ejea, G.: "Deuda y hegemonía. El papel político de las finanzas públicas". (en) Investigación Económica # 180, FE/UNAM, México.

González, E. y Alcocer, J.: "El comportamiento de las ganancias en el sector monopólico-financiero de la economía mexicana: 1977-1979", (en) Taller de Coyuntura, op. cit. 1980.

González, E. y De Lara S.: "De paquetes financieros, teorías ortodoxas y otros aguinaldos", (en) Economía Informa, # 125, febrero de 1985, FE/UNAM.

Harris, Laurence: "Teorías de las Finanzas y el Tercer Mundo"; en Revista Análisis Económico, Número Especial, Verano 1991, UAM-A, México.

Hernández, F. y Lomelí, B.: "Los empresarios en la coyuntura política actual" (en) Taller de Coyuntura, op. cit. 1980.

Hernández Bazaldúa, Reynaldo y Hernández Sánchez, Luis Enrique: El Mercado de Valores. Una opción de Financiamiento e Inversión. México, Edición de los Autores, 1984.

Huerta, Arturo et al.: "La estrategia gubernamental: planes y programas económicos", (en) Taller de Coyuntura, 1979, La crisis quedó atrás?, DEP / FE / UNAN. 1980.

Leriche, Cristian; et.al.: "La Bolsa de Valores y la agonía financiera", (en) El Cotidiano, # 16, marzo-abril 1987.

Leriche, Cristian y E. Quintana: "Los programas de ajuste Latinoamericanos bajo la perspectiva de la transformación del capitalismo a nivel mundial", (en) Análisis Económico, # 9, 2o. Semestre de 1986, UAM-A., DCSH, Economía.

López Portillo, J. y Beltrán, Francisco: "Sectores sociales y opinión pública en dos años de nacionalización bancaria" (en) Economía Informa # 123, diciembre de 1984. FE / UNAM.

NAFINSA: El mercado de valores # 35, sep. 2 de 1985.

Padilla, José Manuel et al.: "Influencia de la inversión extranjera directa en el financiamiento de la inversión y en la balanza de pagos" (en) Vázquez, Héctor: op. cit.

Peñaloza Webb, Ricardo y Volj, Mario: "Políticas de fomento de las exportaciones, 1982-1988". *Comercio Exterior,* Vol. 39, No. 8, México, Bancomext, agosto de 1989.

Quijano, José Manuel; et. al.: "Expansión y estrangulamiento financiero: 1978-1981", (en) Quijano, J. M.: La Banca: Pasado y Presente, Ensayos # 5, Colecc. Economía, CIDE, 1985.

Quijano, José Manuel: México: Estado y Banca Privada. Ensayos # 3, Colecc. Economía, CIDE, 1981.

Ruiz Durán, Clemente: Noventa días de política monetaria y crediticia independiente, DEP/FE/UNAM-UAP, 1984.

Schmitt, Bernard: Monnaie, Salaires et Profits, P.U.F., Paris, 1960.

Schvarzer, Jorge: La Política Económica de Martínez de Hoz; Cisea, Buenos Aires, 1986.

Tello, Carlos: La política económica en México (1970-1976). Siglo XXI editores, 1a. edición, 1979.

Tello, Carlos: La nacionalización de la banca en México. Siglo XXI editores, 2a. edic., 1984.

Vázquez, Héctor: et. al.: Inversiones extranjeras privadas directas en México, edición del Comité bilateral de Hombres de Negocios México –Estados Unidos– sección mexicana, México, 1971.

La evolución de los mercados bursátiles en los ochenta. Una perspectiva internacional

Antonio Gutiérrez Pérez

La evolución de los mercados bursátiles en los ochenta. Una perspectiva internacional.

Antonio Gutiérrez Pérez*

INTRODUCCIÓN

La década de los ochenta fue testigo de una profunda transformación de los mercados de capitales. Innovación y desregulación financieras, globalización de los mercados, institucionalización de los agentes y titularización del financiamiento, son algunos de los fenómenos que dan cuenta de los cambios en las estructuras y las prácticas de dichos circuitos.

En la raíz de este complejo proceso está la modificación de la base material de la actividad financiera con la introducción y generalización de sistemas computarizados, tanto en el almacenamiento y procesamiento de las operaciones como en el diseño de nuevos productos y estrategias de inversión.

El cambio técnológico no sólo redujo los costos de la obtención y la transmisión de la información y de las transacciones financieras, sino también dio lugar a una mayor competencia, a la multiplicación de los instrumentos de inversión, a la socialización del riesgo,

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

etcétera; modificando con ello las formas y los mecanismos de financiamiento y de gestión de la liquidez de los agentes económicos.

Al mismo tiempo los mercados financieros se convirtieron en actores protagónicos del escenario económico mundial, al generar un contexto de aguda volatilidad en los precios de los activos financieros –tasas de cambio, tasas de interés y cotizaciones bursátiles–, lo que sin duda fue uno de los elementos claves del horizonte de incertidumbre que caracterizó las relaciones económicas internacionales en los ochenta.

Pero más allá de la revolución interna que ha vivido la esfera financiera y de su impacto en el comportamiento de otras variables económicas, su importancia radica en el papel que han jugado los mercados financieros en la mutación estructural de la economía mundial.

En efecto, las fluctuaciones de las tasas de cambio y de interés, las restricciones financieras y el comportamiento bursátil se convirtieron en los mecanismos por excelencia del ajuste y del disciplinamiento económico de los ochenta. Estos mecanismos han permitido una profunda redistribución de la riqueza. La apropiación del excedente tuvo como escenario principal de disputa los mercados financieros. Más aún, el crecimiento económico de esta década está íntimamente ligado, en su ritmo y modalidades, al desarrollo de una economía internacional de endeudamiento cuyo eje central fueron estos circuitos.

En este contexto de creciente importancia de las estructuras financieras como catalizadores de la reestructuración mundial en curso, es que se debe enmarcar el comportamiento de los mercados bursátiles.

En relación a éstos podemos señalar que a lo largo de los ochenta sufrieron una transformación cualitativa, no sólo en su estructura y prácticas, sino también en su papel en la dinámica económica. Nos referimos al surgimiento de un nuevo patrón de financiamiento que tiene en los circuitos financieros su principal agente. Fenómeno que se conoce como titularización del financiamiento.[1]

[1] A este respecto se puede consultar: Morgan Guaranty Trust, "Global Financial Change" *World Financial Markets,* diciembre de 1986; Herbert Baer y Ch. Pavel, "Does regulation drive innovation?, *Economic Perspectives,* Federal Reserve Bank of Chicago, verano de 1988.

Este mecanismo se refiere al surgimiento y la expansión de un nuevo tipo de finanza mucho más ligada a la emisión de todo tipo de títulos y valores respaldados por deuda, en detrimento de los financiamientos bancarios tradicionales.

La conformación de un nuevo patrón de financiamiento de la actividad económica centrado en las bolsas de valores ha traído consigo modificaciones substanciales entre los agentes financieros, entre éstos y los agentes de la producción, en las condiciones de funcionamiento del sistema bancario, en la determinación de las tasas de interés, etc., y tiende a convertir los mercados de valores en los ejes de los sistemas financieros nacionales. En este sentido, podemos afirmar que a lo largo de la década pasada hemos asistido a mutaciones profundas en el control y usos del excedente.

De ahí la creciente importancia de dichos mercados en el financiamiento de los agentes económicos, no sólo en los países hegemónicos sino incluso en los países subdesarrollados, lo que se expresa en el crecimiento y peso de los llamados mercados emergentes en estas naciones.

Además, la globalización de los circuitos financieros ha convertido las reformas de los mercados bursátiles en un elemento central de la nueva configuración del sistema financiero internacional. La conformación de un mercado global de capitales de funcionamiento continuo –consecuencia del paulatino proceso de supresión de las barreras entre mercados domésticos e internacionales– transforma las bolsas de valores en una pieza maestra del sistema financiero internacional. Por ello, la construcción de un marco regulatorio para el funcionamiento de los mercados globales es uno de los mayores desafíos que enfrentarán las bolsas de valores en los noventas.

El trabajo que presentamos tiene por objetivo analizar el comportamiento de los mercados accionarios en los ochenta desde esta perspectiva. Es decir, examinar las diversas fases de su comportamiento –el mercado alcista de fines de 82 al otoño de 87, la ruptura de octubre de ese año, el ciclo bajista, y la recuperación inestable de los dos últimos años– en relación a las profundas transformaciones que han afectado el funcionamiento y el papel de los sistemas financieros y a los desequilibrios macroeconómicos que han provocado dichos cambios.

En consecuencia, en nuestro trabajo las transformaciones re-

cientes en los productos, mecanismos y estructuras de los mercados bursátiles –diversificación de los instrumentos financieros con diversas coberturas de riesgo, arbitraje de índices, comercio programado, aseguración de portafolios y computarización de las órdenes de ejecución, etc.–, que son en su mayoría irreversibles, no constituyen en sí la explicación básica de las diversas fases del comportamiento bursátil.

Sin embargo han jugado un papel destacado al magnificar las tendencias del mercado, tanto al alza como a la baja. Dicho con otras palabras, han tenido un efecto de resonancia.[2] De ahí, la importancia que tienen los diversos esfuerzos para encontrar un marco regulatorio de los mercados bursátiles, capaz de garantizar al mismo tiempo la incorporación plena de los nuevos productos y prácticas del mercado y la menor vulnerabilidad de las estructuras bursátiles. Ecuación que constituye otro de los grandes retos de los mercados de valores en los noventa.

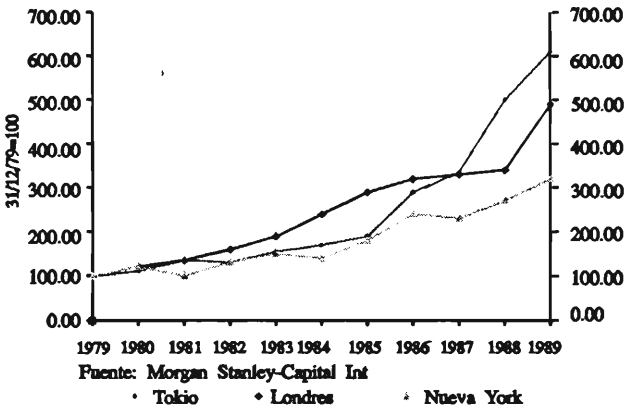
1. La década de los ochenta: una época de crecimiento y de profundización bursátil

Globalmente, y a pesar de la crisis bursátil de octubre de 1987, la década de los ochenta representó para los mercados accionarios una era de excepcional crecimiento. Las cifras no dejan lugar a dudas. Wall Street creció 228%, Londres 362%, Tokio 526%, París 439%, Frankfurt 207%, Milán 739%, Canadá 120%, Hong Kong 222% y Singapur 240%.

[2] Jacques Régniez, *Les nouveaux produits financiers*, Editions La Découverte, París, 1989.

Gráfica 1

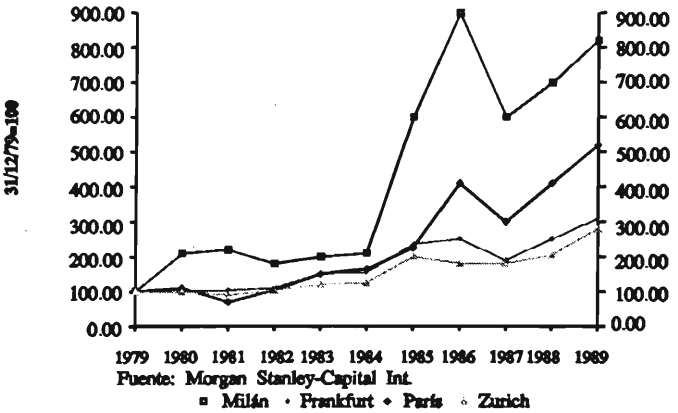
Evolución índices bursátiles: 1980-89
Nueva York-Londres-Tokio



Fuente: Morgan Stanley-Capital Int

Gráfica 2

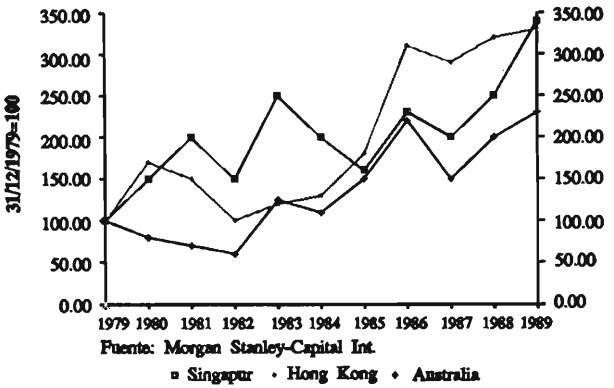
Evolución índices bursátiles: 1980-89
Frankfurt-París-Milán-Zurich



Fuente: Morgan Stanley-Capital Int.

Gráfica 3

Evolución índices bursátiles: 1980-89
Australia-Hong Kong-Singapur

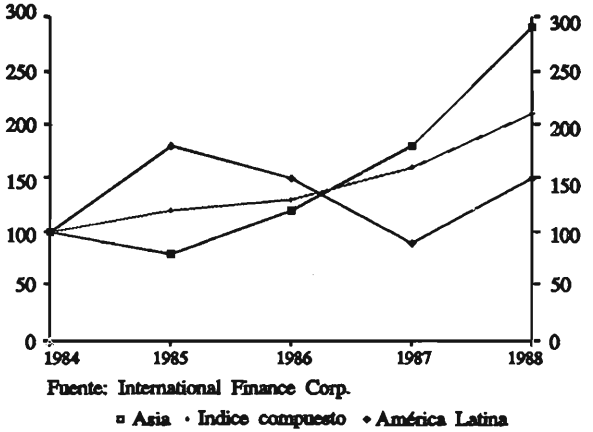


Este fenómeno no es exclusivo de los mercados bursátiles desarrollados sino también de los mercados emergentes en casi todas las regiones del mundo. Así los índices bursátiles de estos mercados, en términos nominales, tuvieron un incremento espectacular durante la década pasada. Corea del Sur, Filipinas y Taiwán alrededor del 800%, Tailandia 250% y la India más del 400%, Grecia cerca del 200% y Portugal por encima del 800%.

Las bolsas de valores de los países latinoamericanos tuvieron desempeños aparentemente extraordinarios, muy superiores en sus índices nominales a los de otras bolsas emergentes. Por ejemplo en México el índice accionario en términos nominales creció 14,000%, en Brasil 40,000% y en Argentina alrededor del 35,000%. Sin embargo este fenómeno se explica principalmente por las elevadas tasas de inflación y las drásticas devaluaciones de las monedas en la región.

Gráfica 4

Evolución mercados emergentes: 1984-88
(En dólares. Dic. 1984=100)



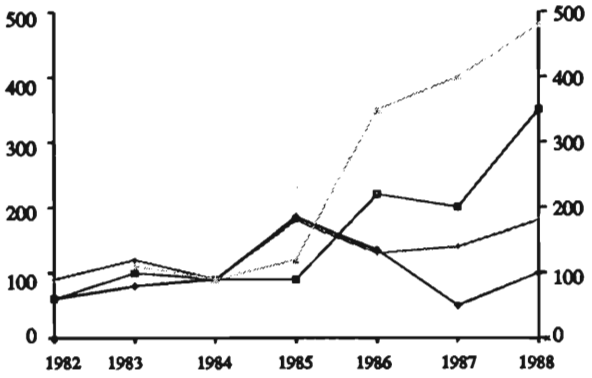
Fuente: International Finance Corp.

Por esta razón, los índices de precios bursátiles de las bolsas latinoamericanas expresados en dólares presentan un descenso pronunciado para el período 1980-1989, aunque para el caso de México y Chile hay una importante recuperación a partir de 1984. En cambio para Brasil y Argentina el desbocamiento de la inflación a partir de 1986 deprime el nivel de sus índices medidos en dólares.[3]

[3] International Finance Corporation, *Emerging Stock Markets Factbook 1989*, IFC Washington, D.C., 1990.

Gráfica 5

Evolución mercados América Latina
(En dólares. Dic. 1984=100)



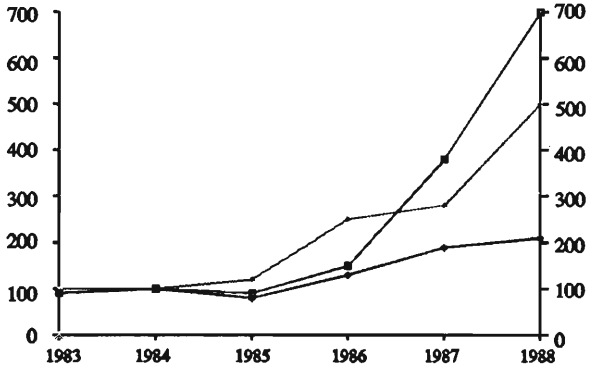
Fuente: International Finance Corp.

Esta situación hace que el crecimiento de las bolsas de valores emergentes en Asia sea casi cuatro veces superior al de los mercados latinoamericanas de 1984 a 1988, ya que para las primeras el incremento en dólares de su índice compuesto es de 190% mientras para América Latina de 52%. De la misma manera, la tasa acumulativa de la rentabilidad de las inversiones bursátiles es superior en los primeros, al alcanzar para el período 1984-marzo de 1989 un 359%, frente al 152% de las segundas.[4]

[4] Ibid.

Gráfica 6

Evolución mercados asiáticos: 1983-88
(En dólares. Dic. 1984=100)



Fuente: International Finance Corp.

Por ello en prácticamente todos los países de América Latina el valor de sus mercados medido en dólares disminuyó de manera significativa – entre el 50% y el 25% – durante los ochenta; a excepción de México y Brasil donde su valor se multiplicó por cuatro, lo que comparado con otros mercados como el de Corea del Sur o Taiwán no resulta excepcional, ya que en estos países el valor del mercado se multiplicó por más de 20.[5]

Estos resultados de las bolsas de valores de los países latinoamericanos demuestran que siguen siendo mercados muy delgados y que su principal problema es la volatilidad de corto plazo –dada por el contexto macroeconómico– que no permite una tendencia ascendente uniforme y sostenida de los mismos.

La necesidad de darle mayor profundidad a los mercados emergentes no es sólo una tarea en los países latinoamericanos, sino de casi todos ellos. La concentración del valor total del mercado en

[5] Fondo Monetario Internacional, *International Capital Markets*, Serie World Economic and Financial Surveys, Washington, D.C., abril de 1990.

unas pocas acciones es sumamente marcado. Así, mientras que en Estados Unidos el valor del mercado concentrado en las 10 acciones más grandes es del 13.7% y en Japón, Francia, y Canadá fluctúa entre el 22% y el 24%, en la mayoría de los mercados emergentes es superior al 40%, a excepción de México, Brasil, India, Pakistán y Corea, en donde se ubica entre el 20% y el 30 por ciento.

CUADRO 1

Grado de concentración en los mercados bursátiles 1988

	Valor del mercado representado por 10 acciones (% del total)				
Argentina	53.2	Taiwán	40.6	Estados Unidos	3.7
Brasil	23.4	India	22.6	Francia	22.9
Chile	49.9	Tailandia	47.6	Japón	24.6
México	19.9	Malasia	47.2	Canadá	22.3
Corea	25.7	Pakistán	20.9	Inglaterra	22.7
Filipinas	54.6	Grecia	44.8	Alemania	43.6

FUENTE: International Finance Corporation.

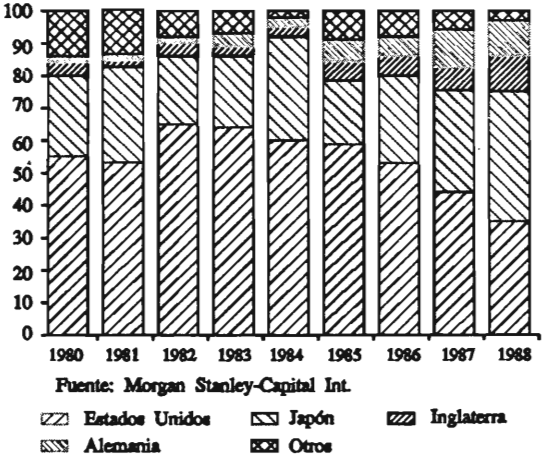
Sin embargo, el creciente interés de los inversionistas extranjeros en los llamados mercados emergentes radica en que el incremento –expresado en dólares– de los precios accionarios y de la rentabilidad acumulada durante los últimos años ha sido mayor, como grupo, que el de las bolsas desarrolladas. Por ejemplo, de 1984 al primer trimestre de 1989 el índice compuesto de rentabilidad de las bolsas emergentes tuvo un crecimiento acumulativo de 332%, el índice compuesto de las bolsas desarrolladas de 299% y el índice Standard & Poor's 500 de Nueva York de 205 por ciento.

Otro indicador que muestra la creciente importancia de los mercados accionarios durante la década de los ochenta es el volumen del valor comerciado. Este creció 676% de 1980 a 1988, al pasar de 760,067 millones de dólares a 5,897,464 millones. En particular

para los mercados desarrollados la tasa de crecimiento para el mismo período fue de 645%, dándose una diversificación mayor entre sus mercados, e incluso el desplazamiento de los mercados estadounidenses por los japoneses. En 1980 del total del valor comerciado en las bolsas desarrolladas el 55.6% lo fue en Estados Unidos, el 24% en Japón, el 5% en Inglaterra y el 2% en Alemania. En cambio para 1988, las cifras fueron el 31%, 45%, 10.5% y 6.3% respectivamente.

Gráfica 7

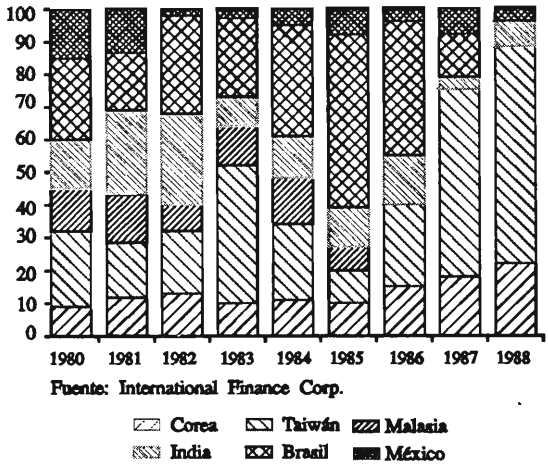
Distribución del valor comerciado en los mercados desarrollados



En los mercados emergentes el valor comerciado creció 1,662% de 1980 a 1988, lo que permitió que su proporción en el valor total pasara del 3% del total al 7%. Este crecimiento tiene su explicación básica en el valor comerciado en dos plazas del Este asiático: Taiwán y Corea del Sur.

Gráfica 8

Distribución del valor comerciado en los mercados emergentes



En el primero el valor comerciado se incrementó de 4,503 millones de dólares a 275,624 millones de 1980 a 1988; en el segundo aumentó de 1,867 millones de dólares a 79,180 millones de dólares, en el mismo período. Cifras superiores al valor comerciado en cualquier otra bolsa de valores en el mundo a excepción de las cuatro mencionadas anteriormente.

Como se puede observar en la gráfica 8, en los ochenta asistimos a una profunda diferenciación de los mercados emergentes, pues mientras en 1980 6 bolsas representaban el 65% del valor comerciado, en 1988 tan sólo Taiwán supera esta cifra y junto con Corea alcanzan casi el 90% del valor total comerciado en estos mercados.

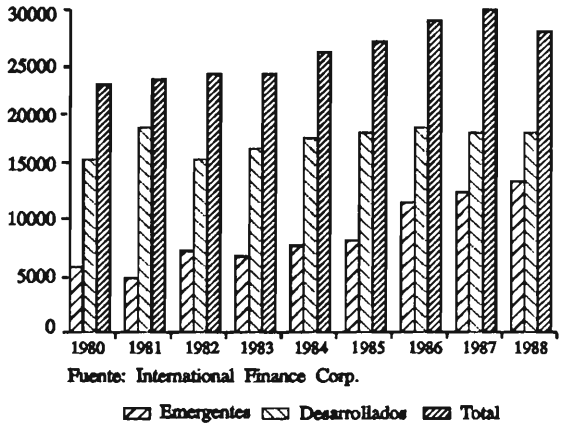
Un rasgo casi generalizado a todos los mercados emergentes es el elevado grado de concentración de las transacciones en unas cuantas acciones. Por ejemplo, las 10 acciones más activas representaron, del valor total comerciado en 1988, casi el 80% en Argentina, el 65%

en Portugal, el 60% en Grecia, el 57% en India y en Filipinas. Los mercados con una menor concentración del valor de las operaciones bursátiles en los movimientos de 10 acciones lo fueron en ese año Brasil con el 18%, Corea con el 25% y Taiwán y México con alrededor del 30 por ciento.

Otro elemento que refleja el dinamismo de los mercados accionarios durante este período es el número de compañías domésticas enlistadas, que pasaron de 21,161 en 1980 a 28,956 en 1988, esto es un incremento del 37%. En los mercados desarrollados el crecimiento fue de 21% y en los emergentes de 100% Cifras que demuestran la importancia creciente de dichos mercados en el financiamiento de la actividad empresarial.

Gráfica 9

Compañías enlistadas en los Mercados de Valores: 1980-88



Fuente: International Finance Corp.

Finalmente, el indicador que mejor sintetiza el desempeño de las bolsas de valores a nivel mundial es el valor de su capitalización. El valor de los mercados accionarios aumentó en 258.3% durante los ochenta, al pasar de 2,728,069 millones de dólares en 1980 a 9,776,258 millones a fines de 1988, sobresaliendo el año de 1986 cuando duplicó su valor. El incremento de la capitalización de los mercados desarrollados fue del 255%, mientras que para los mercados emergentes de 340%, lo que les permitió ampliar ligeramente su participación en el valor total de los mercados del 3% al 4 por ciento.

2. Una era de disputas y desplazamientos

Lo más significativo de este proceso de crecimiento y profundización de los mercados bursátiles fue sin duda el reacomodo de la riqueza financiera al que dió lugar. En 1980 el mercado bursátil estadounidense era el más grande del mundo, al representar el 53.1% del valor total de las bolsas, en cambio para finales de 1989 contaba tan sólo con el 31 por ciento.

Desde 1987 el mercado bursátil japonés ocupa este lugar. A fines de 1989 el 39% del valor total de las acciones en circulación en el mundo se concentraba en este país, por un valor superior a los 4 billones de dólares. Profundizar su desregulación e internacionalización son los retos que enfrenta la bolsa de valores de Tokio para consolidar su nuevo papel. Para ello es necesario que levante las restricciones que pesan sobre los inversionistas extranjeros y diversifique los instrumentos de mercado.

El desplazamiento del mercado bursátil estadounidense de su papel tradicional desde la posguerra como el mercado más importante por su tamaño, por el mercado japonés, está estrechamente vinculado a la devaluación del dólar en la segunda mitad de los años ochenta. Este hecho agudizó la redistribución de la riqueza financiera y profundizó la diversificación monetaria iniciada a mediados de los setenta en los mercados internacionales. La conformación de un mundo monetario-financiero multipolar es uno de los rasgos característicos de la era del posdólar.[6]

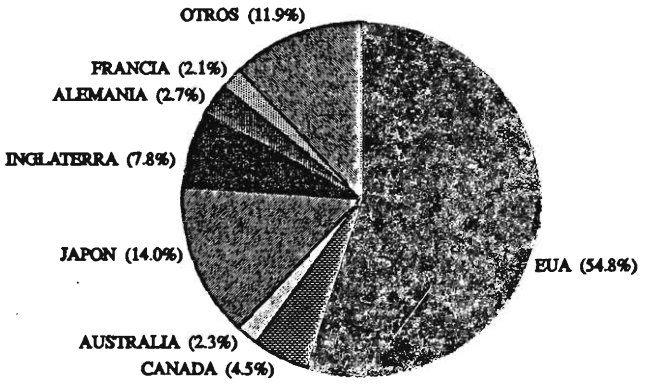
[6] Antonio Gutiérrez Pérez, "Estados Unidos-Japón: La disputa monetario-financiero en los ochenta", en el libro: *México y su inserción en la Cuenca del Pacífico,* Facultad de Economía, UNAM, 1990.

Detrás del permanente crecimiento y vigor de la Bolsa de Valores de Tokio durante la década de los ochenta estuvo la competitividad de su economía y la fortaleza de su moneda, que le permitieron surgir como potencia financiera del primer orden.

Situación que se puede constatar con el crecimiento sostenido de su economía, en su preminencia industrial y tecnológica, en la prolongada y creciente liquidez producida por sus permanentes superávit en cuenta corriente y comercial, en la alta tasa de ahorro interno –el triple de Estados Unidos–, en la liberalización e internacionalización de su sistema financiero, en la revaluación de su moneda y, sobre todo, en su capacidad y flexibilidad para adaptarse a los cambios mundiales. En este caso nos referimos a la exitosa transición de una estrategia de crecimiento sustentada en las exportaciones hacia otra basada en la demanda interna.[7]

Gráfica 10

Distribución de la capitalización en los mercados desarrollados. 1980

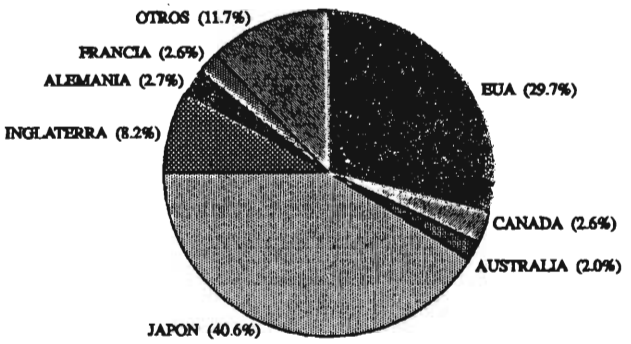


Fuente: Morgan Stanley-Capital International.

[7] Antonio Gutiérrez Pérez, "Japón: restructuración interna e internacionalización de la economía en los ochenta", *Comercio Exterior,* México, marzo de 1988.

Gráfica 11

Distribución de la capitalización en los mercados desarrollados. 1988



Fuente: Morgan Stanley-Capital International.

La articulación de estos fenómenos consolidó a Tokio como un centro bancario y monetario de primera magnitud, capaz de disputarle a Nueva York y Londres su primacía. Además, y lo más importante, Japón se convirtió durante la segunda mitad de la década de los ochenta en el principal acreedor mundial. Este resultado, aunado al deterioro de la posición internacional de Estados Unidos –por un monto superior a los 600 mil millones de dólares en 1989– significa el reacomodo financiero más importante de la década.

La actual posición neta de la inversión japonesa en el mundo alcanza una cifra superior a los 350 mil millones de dólares, cuando en 1981 era de tan sólo 11 mil millones. Dicho crecimiento tiene sin duda su motor más importante en las inversiones financieras de portafolio.[8]

Sin embargo, como veremos más adelante, Wall Street conserva su papel de primera plaza mundial en términos cualitativos. El proceso de desregulación de los mercados bursátiles comenzó en Nueva

[8] Antonio Gutiérrez Pérez, "El papel de Japón en la reorganización financiera internacional", *Mercados*, Revista de Economía Internacional de la Facultad de Economía de la UNAM, No. 1, primavera de 1990.

York en 1975 al abolir las comisiones fijas y las restricciones a no residentes. En ella se inició el ciclo alcista de los ochenta, al arrastrar al conjunto de las bolsas de valores y también señaló su fin al desplomarse en octubre de 1987, generando un efecto dominó sobre los demás centros accionarios. Además sigue marcando la pauta en términos de modificaciones en la estructura del mercado y en la innovación de instrumentos de inversión, de comercio, etc.

Por otro lado, Inglaterra sigue siendo el tercer mercado accionario más grande, con cerca del 8% del valor total. En octubre de 1986 lleva a cabo la revolución más importante en sus 213 años de existencia, conocida con el nombre de Big Bang. Dicha transformación, que había sido iniciada desde junio de 1985, tuvo por objetivo readecuar el funcionamiento del mercado a las nuevas condiciones impuestas por la innovación y desregulación financieras. En este sentido apuntan las tres principales medidas: la supresión de las tarifas de comisión mínima, la eliminación de la separación entre "brokers" y "jobbers" y la introducción del sistema electrónico de cotización de valores.[9]

Sin duda, a pesar de las dificultades inherentes a este proceso, el Big Bang le permitió a Londres mantener un importante dinamismo, como lo demuestra el hecho de que de octubre de 1986 a octubre de 1987 el 45% de los nuevos empleos fueron generados en el sector financiero.

Sin embargo el reto más importante que enfrenta Londres lo constituye el vigoroso crecimiento de las otras plazas bursátiles europeas en la perspectiva de la unión monetaria de 1992. En este sentido hay que recordar que las siete principales bolsas europeas, sin tomar en cuenta Londres, representaban al cierre de 1989 cerca del 15% del nivel de capitalización mundial, mientras que en 1980 era tan sólo el 9 por ciento.

El peligro fundamental para Londres lo constituye Frankfurt. Actualmente los mercados bursátiles en Alemania representan el 4% del valor total de los mercados accionarios y ocupan el cuarto lugar; en cambio en 1980 ocupaban el 6º sitio y representaban el 2.6% del valor mundial.

A pesar de que Frankfurt es un mercado con poco dinamismo en

[9]Emile Karaïliev, "Le Stock Exchange de Londres aprés sa réforme et le choc du krach boursier", *Problèmes Economiques*, Paris 23 de agosto de 1989.

términos de innovaciones financieras y sólo cuenta con un mercado de futuros desde enero de 1990, no podemos olvidar que la fortaleza del marco alemán y su papel hegemónico en el sistema monetario europeo han significado en los hechos que la política monetaria alemana sea el eje de la política monetaria europea.[10]

Además, los acontecimientos en Europa del Este han fortalecido el papel de la economía alemana en la región. La casi segura ampliación de la zona marco a los países del este eurpeo parece ser un hecho irreversible, lo que tendría numerosas consecuencias. Primero, supondría la consolidación de Frankfurt como la capital financiera de Europa del Este y del Bundesbank como el verdadero banco central y de reconstrucción de esa región. Segundo, este hecho aunado al esperado proceso de liberalización e internacionalización de los mercados financieros alemanes, fortalecería la posición alemana para ser el eje financiero de la Comunidad Europea, debilitando el papel de Londres como la plaza financiera por excelencia de Europa. Es decir, en los noventa podremos asistir a un posible desplazamiento de la "City" de Londres por Frankfurt, donde las autoridades financieras alemanas quisieran ver la sede del banco central europeo.

Por otro lado, los mercados franceses han tenido un crecimiento importante.[11] El volumen anual de transacciones sobre el mercado de obligaciones era el 1% del PIB en 1980, en 1988 representaba ya entre el 50% y el 60%. El mercado accionario pasó en el mismo período de 180 mil millones de francos a 438 mil millones. Por su tamaño de capitalización los mercados franceses ocupan el 5º sitio con el 3% del valor total mundial. Al mismo tiempo el mercado de futuros y opciones se ha desarrollado enormemente, pero la mayoría son contratos que sirven de cobertura a portafolios de obligaciones de largo plazo.

Si bien es cierto que la Bolsa de París es antes que nada un mercado de obligaciones, en volumen se comerciaron 8 veces más obligaciones que acciones en 1988, y con una fuerte presencia del Estado como emisor –78% de las emisiones en 1988– y como operador –25%

[10] Tom Weingärtner, "Les atouts des banques allemandes", *Problèmes Economiques,* Paris, diciembre de 1989.

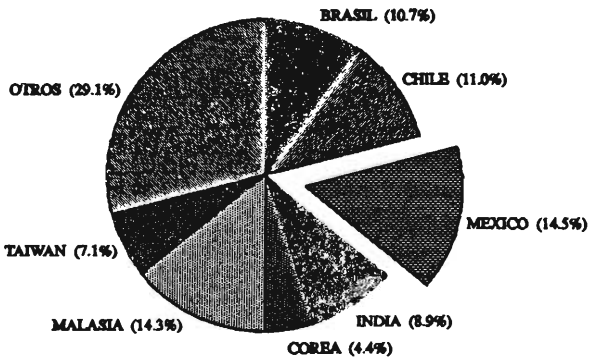
[11] Philippe Thureau-Dangin, "La bourse de Paris, place internationale", *Problèmes Economiques,* París, 23 de agosto de 1989.

de las acciones en sus portafolios–, el objetivo de las autoridades es convertir París en la primera plaza continental. Su crecimiento cuantitativo ha sido significativo, así como su desarrollo y sofisticación. Su reto fundamental está en convertirse en un verdadero mercado accionario y sin duda su futuro, en el corto plazo, dependerá mucho de los avatares de la unificación monetaria de las dos Alemanias. Ya que un brote inflacionario en la Alemania unificada convertiría a París en la plaza de refugio de los capitales alemanes.

Al igual que en los mercados desarrollados, en los mercados emergentes vemos un desplazamiento claro de las bolsas latinoamericanas por las bolsas asiáticas. En 1980, por el valor de su mercado, México ocupaba el 1er lugar y Chile y Brasil el 3º y 4º respectivamente. El valor de estas tres bolsas junto con el de la Argentina representaba más del 40% del valor de los mercados emergentes. En cambio, Corea del Sur, Taiwán, Filipinas y Malasia contaban tan sólo con el 33% del valor de dichos mercados. Para 1988, tan sólo Corea del Sur y Taiwán sumaban el 57% del valor total, lo que aunado al valor de Malasia, Filipinas y Tailandia representa más del 65%. Por su parte los principales mercados latinoamericanos redujeron su participación a menos del 20% del valor total.

Gráfica 12

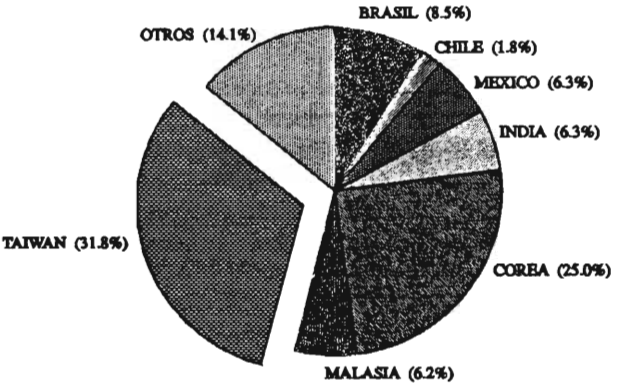
Distribución de la capitalización en los mercados emergentes. 1980



Fuente: International Finance Corporation.

Gráfica 13

Distribución de la capitalización en los mercados emergentes. 1988



Fuente: International Finance Corporation.

Las razones de este desplazamiento e inclusive despegue de las bolsas asiáticas en relación a las de los países latinoamericanos se encuentran sin duda en los resultados opuestos de dichas economías en los ochenta. Para los primeros no sólo fue una época de crecimiento espectacular, tasas de crecimiento para el período superiores al 8%, sino incluso emergieron como países con capacidad de penetrar y disputar los mercados internacionales. Sus ventas al exterior representan el 8% del total de las exportaciones mundiales, casi el doble que a principios de los ochenta.

Para los segundos, como es de sobra conocido, fue una década perdida para el desarrollo, inmersos en políticas recesivas y bajo las restricciones que les impuso el servicio de su deuda externa. Situación que se tradujo en francos retrocesos en los niveles de vida y de bienestar de la población, y con una profunda inestabilidad de precios y tipos de cambio.[12]

[12] M. Kagami, "Global Perspectives on the Economies of Asia and Latin American", *Institute of Developing Countries*, Tokio, 1990.

Las razones del éxito de los países del Este asiático y el fracaso de los países latinoamericanos son complejas y rebasan el ámbito de este trabajo. Pero sin embargo, hay que tener presente que la fortaleza y el vigor de sus mercados no radica fundamentalmente en los procesos de liberalización e internacionalización financiera[13] –desiguales en profundidad, ritmos y resultados–, sino principalmente en su vigor económico y en su capacidad exportadora, que convirtió a Corea del Sur en 1989 en acreedor neto mundial y a Taiwán le permitió acumular reservas oficiales por 80 mil millones de dólares en 1989, sólo por debajo de las de Japón, pero por encima de los demás países industriales.

En síntesis, el crecimiento espectacular en los años ochenta de los mercados bursátiles significó profundos reacomodos de la riqueza financiera en el mundo. Desplazamientos y surgimiento de nuevos mercados y centros de poder. Más aún, la disputa por el control y uso del excedente tuvo en los mercados financieros uno de sus espacios protagónicos.

3. El ciclo accionario en los ochenta: el mercado alcista y las mutaciones estructurales

Al mismo tiempo que constatamos un crecimiento espectacular de la actividad bursátil durante los años ochenta, este período es también una era de fuertes contrastes. Optimismo, euforia, pánico, depresión, y recuperación inestable, describen las diversas fases de los mercados en este período. En este sentido, la década pasada presenta un ciclo bursátil clásico.

Sin embargo, su especificidad no puede ser negada. La historia es siempre una extraña mezcla de regularidades y rupturas, de repetición e innovación, de olvidos y memorias.

En el caso que nos ocupa el comportamiento de los mercados estuvo marcado, tanto por las estructuras de regulación creadas en los años treinta y por los cambios cualitativos habidos en la estructura económica del capitalismo de posguerra, como por los rasgos propios de los ochenta: los desequilibrios macroeconómicos, las transformaciones en la naturaleza y estructuras de los mercados, y el impacto

[13] Banco Mundial, *World Development Report 1989*, Washington, D.C., 1989.

del uso generalizado de las telecomunicaciones y de la computación en los circuitos monetarios-financieros.

Su especificidad resulta de esta compleja interrelación. La presencia de ciertas regularidades no es sinónimo de repetición ni de ausencia de diferencias. Por ello no es posible pensar el ciclo bursátil de los años ochenta, su mercado alcista, su crac, y su patrón de comportamiento posterior, a imagen y semejanza del de finales de los veinte y principios de los treinta o con cualquier otro ciclo bursátil de la posguerra. En la historia propia de cada uno de ellos radica su especificidad.[14]

A este respecto los rasgos propios más importantes del mercado alcista en los ochenta, así como las mutaciones a que dieron lugar son:

1.- El mercado alcista se inicia en el tercer trimestre de 1982, con mayor precisión en agosto de ese año, a raíz de la confirmación de la baja de la tasa de interés en Estados Unidos, iniciada un mes antes. Poco a poco la recuperación de Wall Street se trasmite a los otros mercados.

Recordemos que como consecuencia de la recesión económica mundial de principios de los ochenta, a mediados de julio-agosto de 1982 los mercados bursátiles se encontraban en el punto más bajo desde su último pico de fines de los setenta o principios de los ochenta. Así por ejemplo, el índice S&P 500 de Wall Street estaba a mediados de agosto 27% por debajo de su récord previo de fines de 1980.[15]

[14]Robert Boyer, "Economie et histoire: vers de nouvelles alliances", *Annales*, No. 6, noviembre-diciembre de 1989.

[15]Kredietbank, "Les marchés des obligations et des actions dans le monde en 1981", *Problèmes Economiques*", París, 20 de enero de 1982.

CUADRO 2

Evolución de las bolsas de valores durante 1982

Plaza Bursátil e Indice	*Punto más alto 1974-1982*	*4-1-82*	*Punto más bajo 1982*	*Punto más alto 1982*	*Cierre 1982*
Alemania (FAZ)	272.1	223.2	214.1	252.9	252.9
Canadá (TSE Composite)	2405.6	1956.3	1346.3	1956.1	1956.1
Francia (CAC)	130.3	95.3	93.5	102.2	100.2
Italia (24 Ore)	9878.0	6985.5	5408.0	6741.0	6665.1
Japón (Nikkei)	8019.1	7718.8	6880.2	8026.9	8016.7
Holanda (CBS)	105.2	84.7	84.7	101.9	100.8
Inglaterra (FT-All Shares)	340.9	310.1	318.9	389.2	382.2
Estados Unidos (S&P 500)	140.5	122.7	102.4	143.0	140.6
Suiza (SBS)	350.0	292.4	263.6	319.5	319.5

FUENTE: Bulletin Hebdomadaire del Kredietbank, Bruselas.

Esta situación no era privativa de Estados Unnidos, sino un hecho generalizado en las diferentes plazas. La bolsa de París presentaba una caída de 28.5% con respecto a su nivel máximo anterior. El nivel de los mercados bursátiles de Canadá, Alemania y Suiza, por citar algunos casos, era menor en relación a sus picos previos en un 44%, 21.3% y 24.7%, respectivamente.

Como vemos, al inicio del mercado alcista de 1982 encontramos un cambio en las condiciones de la liquidez mundial, dado que esto era el resultado lógico del relajamiento de las tasas de interés en Estados Unidos, luego de un período de aguda restricción crediticia.

La otra clave en el inicio de la fase de auge accionario lo constituyé, por paradójico que parezca, la bancarrota financiera de los países latinoamericanos. En agosto México suspendía el pago de amortizaciones por tres meses, iniciando un largo proceso de restructuración de los plazos de pago de su deuda, que se generalizaría rápidamente a todos los países latinoamericanos. Con ello, el crédito privado bancario, principal motor de la economía internacional de endeudamiento desatada en 1974, se enfrentaba a su propio límite, dando paso a nuevas formas y agentes que relanzaron vía mercado de valores la economía internacional de endeudamiento.

Para las bolsas emergentes, el inicio del ciclo alcista es posterior, por la misma crisis de la deuda externa, al ubicarse según el caso, entre 1983 y 1985, consolidándose en 1986. Aunque como analizamos anteriormente es mucho más vigoroso en la zona asiática que en la latinoamericana, por los contextos macroeconómicos tan diferentes que enmarcan a cada región.

2.- El mercado alcista iniciado en agosto de 1982 tuvo un comienzo vigoroso que les permitió terminar ese año con ganancias importantes a las principales bolsas de valores en el mundo. El impulso al alza se sostiene al confirmarse la recuperación de la economía mundial y las ganancias de las corporaciones.

Posteriormente entra en 1984 en una fase de consolidación y menor dinamismo, para volver a recuperar un ritmo de crecimiento alto durante 1985, 1986 y el primer semestre de 1987. Desempeño íntimamente ligado a los procesos de desregulación e innovación financieras, al desarrollo del mercado de fusiones y adquisiciones hostiles y a los efectos sobre la liquidez mundial de los acuerdos sobre coordinación monetaria del Grupo de los Siete.

En el caso de los mercados emergentes, su punto de arranque es menos homogéneo. Para las bolsas asiáticas se sitúa en 1984 al confirmarse la recuperación de la economía y aumentar los volúmenes del comercio mundial, lo que les permitió generar un crecimiento sostenido con base en la demanda externa. Además inician procesos graduales de liberalización financiera.

En cambio, en los países latinoamericanos el crecimiento de sus bolsas de valores es mucho más incierto y está ligado a la interrupción de los flujos de financiamiento externo, que obligó a los Estados a recurrir al endeudamiento interno para financiar sus déficit. Ello explica en gran medida que sean mercados fundamentalmente de obligaciones. Posteriormente, los países que inician procesos de ajuste estructural ortodoxos –privatización, apertura y desregulación de la economía– impulsan el desarrollo de sus mercados de valores, aunque como veremos con conductas especulativas y comportamientos muy volátiles.

Para el caso de los mercados desarrollados las cifras del ciclo alcista de agosto de 1982 a octubre de 1987 son elocuentes. Wall Street creció 195%, Tokio 287%, Franckfurt 241%, Londres 262%, París 296%, Hong Kong más del 300%, Sydney 400%. El alza de los

índices bursátiles de los 19 mercados más importantes del mundo en este período fue de 296% en promedio.

Los principales motores de este mercado alcista fueron:

– La recuperación sostenida de la economía norteamericana y con ella de la economía mundial, y el consecuente descenso de las tasas de interés a la par que se consolidaba el control de la inflación, lo que permitió el relanzamiento de las bolsas de valores.

– La privatización y la desregulación de la economía, aunada a la disminución de la carga impositiva para las empresas en algunos países, y en otros el tratamiento fiscal especial al capital de riesgo, crearon un ambiente favorable al desarrollo de los mercados bursátiles. Por un lado generaron las condiciones propicias para la recuperación de las ganancias corporativas, por otro dieron paso a un complejo proceso de reestructuración productiva, vía fusiones, adquisiciones, compras hostiles.

En este sentido, los mercados bursátiles no fueron solamente el campo de disputa del excedente, sino también de la propiedad del capital. Aunque no se puede negar que al mismo tiempo crearon el ambiente propicio para el desarrollo de una lógica especulativa y de una creciente disociación de las condiciones de valorización de los capitales productivos y de los financieros.

– El desarrollo de una colosal economía de endeudamiento en Estados Unidos en todos sus niveles fue otro de los elementos nodales de la dinámica alcista de los mercados de valores. Recordemos que la deuda interna total en manos del sector no financiero alcanzó la suma de 8 billones de dólares en 1987, lo que significaba un crecimiento de 216%. La reactivación de la economía estadounidense en los ochenta estuvo sostenida por el endeudamiento masivo. El desarrollo de los déficit gemelos –el fiscal y el comercial– es en gran medida reflejo de este fenómeno. El primero para impulsar su crecimiento interno con el ahorro externo y contener cualquier brote recesivo; el segundo como palanca de crecimiento del resto del mundo.

– La coordinación monetaria del grupo de los siete para, primero concertar en 1985 un descenso del dólar de manera ordenada y, luego, estabilizar esta divisa. Este mecanismo fue la mayor fuente de liquidez desde mediados de los ochenta, lo que sin duda impulsó de manera decisiva el crecimiento bursátil durante 1986 y 1987.

Ello debido a que a través de las intervenciones en los mercados

cambiarios, los bancos centrales han generado una gran liquidez. La estabilización del dólar "significó –de acuerdo a Paul Fabra– la distribución en todo el mundo de una capacidad para crear dinero y crédito".[16] Hay que recordar que la monetización de la deuda estadounidense implica emisión de moneda local. Se calcula que desde fines de 1986 a fines de 1988 el incremento neto de la tenencias denominadas en dólares por parte de los bancos centrales europeos y asiáticos oscila entre 135 y 150 mil millones de dólares, cifra que representa más de la mitad del total de crédito de la FED.

– El cambio en la estructura del mercado y la ruptura de los patrones de financiamiento tradicionales de la actividad económica. En relación al primer aspecto podemos señalar cuatro procesos claves:

a) La creciente institucionalización de los tenedores accionarios en fondos de pensión y fondos mutuales así como en compañías de seguro y agentes institucionales, que controlan más del 75% del comercio diario de los principales mercados.

b) La innovación financiera que permitió un rápido crecimiento de una amplia gama de instrumentos derivados, como las opciones. Las cuales se desarrollaron inicialmente sobre el oro y los títulos del Estado, para tomar posteriormente los valores mobiliarios, los índices bursátiles, futuros, tasas de interés y de cambio.

c) El desarrollo de complejas estrategias de comercio y de aseguramiento de portafolios, que combinan carteras de acciones y futuros, aprovechando las diferencias en el arbitraje de índices, así como la incorporación plena de la computarización en las órdenes de ejecución.

d) La desregulación e internacionalización de los mercados, lo que produjo un quiebre en su naturaleza al transformar su vocación eminentemente nacional en internacional. Los grandes inversionistas institucionales trasladaron una parte importante de sus portafolios al exterior, y el monto de acciones comerciado por inversionistas extranjeros creció considerablemente.

El volumen de las transacciones de acciones internacionales se incrementó a un promedio anual de 18% de 1979 a 1988 y el valor de dicho comercio en 16% para el mismo período. Por lo que se refiere a la emisión de nuevas acciones cotizadas internacionalmente pasó de

[16] Paul Fabra, Impacto de la coordinación monetaria en la liquidez internacional, *Le Monde,* 23 de febrero de 1990.

300 millones de dólares en 1984 a 18 mil millones en 1987, para descender como consecuencia de la crisis bursátil del otoño de 1987 a casi 8 mil millones de dólares en 1988, aunque las cifras preliminares enseñan que durante 1989 hubo una recuperación importante.[17]

CUADRO 3

Mercado Accionario Internacional
(Miles de Millones de Dólares)

Emisiones Primarias	*1984*	*1985*	*1986*	*1987*	*1988*
Emisiones Primarias					
Total	0.3	2.7	11.7	18.2	7.7
Euroacciones	0.3	2.2	6.2	8.0	3.1
Privatizaciones	nd	0.1	1.8	7.5	1.4
Otras	nd	0.4	3.7	2.7	3.2
Mercado Secundario					
Valor comerciado	296.9	385.2	800.8	1344.4	1212.6

FUENTE: Salomon Brothers, 1989.

Además este fenómeno aumentó la interdependencia de los mercados accionarios, como se expresó en el crac de octubre de 1987. El aumento de la correlación entre los movimientos de los precios en diferentes mercados lo muestra. El coeficiente de correlación entre los índices bursátiles de Estados Unidos y los de otros países aumentó en promedio de 0.35 en 1975-79 a 0.62 en 1985-88.[18]

Por lo que se refiere a la ruptura de los patrones de financiamiento tradicionales, este proceso se inicia en los setenta con el quiebre de los acuerdos de Bretton Woods y con el desarrollo de un polo privado de creación de la liquidez internacional, el euromercado. Tendencia que se profundiza en los ochenta, con los proce-

[17] Michael Howell y Angela Cozzini, *Are international equities ex-growth?*, Londres, Salomon Brothers, 1989.

[18] Fondo Monetario Internacional, *Op. Cit.*, p. 25.

sos de innovación, desregulación e internacionalización financieras, cristalizándose con el desarrollo vertiginoso de la titularización del financiamiento.

Si el crecimiento del euromercado abrió nuevas formas de financiamiento de las empresas y de los gobiernos en los setenta, al ofrecer fuentes que no dependían de los mercados domésticos y de las instituciones multilaterales, este nuevo tipo de finanza –la titularización– cortó drásticamente la liga de dependencia de las corporaciones e incluso del gobierno respecto de los créditos bancarios, produciendo en consecuencia una ruptura en las formas tradicionales del financiamiento y se constituyó en una forma de relanzamiento de la economía internacional de endeudamiento a través de las bolsas de valores.[19]

La titularización ha modificado de raíz los circuitos de financiamiento de la economía y las condiciones de ejercicio del oficio de banquero. Este mecanismo de financiamiento nace en Estados Unidos en los años setenta, ligado al refinanciamiento de los créditos hipotecarios y posteriormente se extendió a otras categorías de crédito.[20]

El cambio en los patrones de financiamiento se aprecia claramente en los mercados domésticos. Las corporaciones y los gobiernos recurren para financiar sus necesidades cada vez más a la emisión de bonos y obligaciones y menos al crédito bancario. Por ejemplo en Estados Unidos el endeudamiento neto de las grandes empresas en 1981 se dividía en dos, entre préstamos bancarios y emisión de papeles negociables; para 1986 los primeros representaban tan sólo el 22% y los segundos alcanzaban el 78%.[21]

Este mecanismo de financiamiento también afectó de manera radical a los mercados accionarios, ya que las corporaciones tendieron más a la emisión de deudas que a la emisión accionaria y a la retención de dividendos para financiarse, lo que aunado al papel de compradoras netas de acciones por el incremento de fusiones y

[19] Antonio Gutiérrez Pérez, "El crac bursátil, la economía de endeudamiento internacional y la disputa por la hegemonía", *Problemas del Desarrollo,* Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, julio-septiembre de 1989.

[20] Antonio Gutiérrez Pérez, "El sistema bancario estadounidense en los ochenta: tendencias y desafíos", *Comercio Exterior,* México, abril de 1990.

[21] International Banking", *The Economist,* marzo de 1989.

adquisiciones, restructuraciones y compras apalancadas, redujo la oferta neta de acciones, presionando a su alza.

Así por ejemplo, en Estados Unidos entre 1975 y 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 y complejas formas de endeudamiento– en un promedio anual de 78.4 mil millones de dólares anuales, lo que redujo la oferta neta de acciones por 275 mil millones de dólares en tres años y medio.[22]

Esta mutación también se expresa con toda fuerza en el mercado internacional de capitales, donde el crédito bancario dejó de ser su motor principal, pues mientras en 1981 casi el 50% de este mercado estaba constituido por eurocréditos bancarios y las euro-obligaciones eran tan sólo el 15%, para fines de 1986 los primeros representaban únicamente el 16% y los segundos casi el 60 por ciento.

CUADRO 4

Emisiones en los mercados internacionales de capitales (Miles de millones de dólares)

Año	*Total*	*Eurobonos*	*Bonos Extranjeros*	*Crédito Bancario*	*Otras Facilidades*
1981	200.6	31.3	21.5	91.3	56.2
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	283.3	135.4	32.2	52.6	63.0
1986	317.5	186.9	39.4	49.9	41.2
1987	303.7	140.5	40.2	80.3	42.5
1988	371.9	178.9	50.8	116.2	25.8
1989	357.6	212.0	41.9	90.9	12.6

FUENTE: Estadísticas Financieras de la OCDE. Varios números.

[22] Oficina del Presidente, *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms*, Washington, D.C., 1988.

Sin embargo, esta forma de financiamiento no sólo socializó el riesgo, redujo el costo del mismo y abrió nuevas posibilidades para pequeñas y medianas empresas, sino también substituyó el financiamiento de largo plazo por el de corto plazo, y aumentó el apalancamiento financiero de las empresas, degradando en mucho la calidad de los valores emitidos, amén de alentar la especulación.

En suma, esta dinámica generó un patrón de financiamiento estructuralmente inestable que alentó la creciente autonomía de los circuitos financieros respecto de los circuitos productivos, en un contexto de aguda especulación.

Dicho fenómeno se reflejaba en la marcada sobrevaluación de los mercados bursátiles al finalizar el tercer trimestre de 1987. El crecimiento acumulado del producto interno bruto de los países de la OCDE fue de 13% de 1982 a 1986, en cambio el crecimiento de las principales bolsas del mundo fue del 130%, en el mismo período. La crisis bursátil del otoño de 1987 mostraría la fragilidad y volatilidad de los mercados.

4. El crac de octubre de 1987: estallido de la burbuja especulativa e inicio de un ciclo de ajustes

El 19 de octubre de 1987 significó el quiebre de la tendencia alcista de los mercados bursátiles. La fractura tiene como origen un cambio en las expectativas futuras de los inversionistas. Los hechos que fueron confirmando la proximidad de un ajuste fueron: la caída de los rendimientos del mercado de valores en Estados Unidos y Japón durante 1987, el aumento del déficit comercial estadounidense, el reinicio de la devaluación del dólar, el alza de las tasas de interés, la disputa alemano-norteamericana sobre la coordinación macroeconómica, etc.[23]

La articulación de estos fenómenos confirmó y retroalimentó el cambio de expectativas de los agentes que se venía produciendo desde principios de septiembre en Estados Unidos. Encarecimiento del crédito, recesión, recrudecimiento del proteccionismo, guerra mone-

[23] Antonio Gutiérrez Pérez, "El crac bursátil de octubre de 1987: un primer balance", *Estados Unidos: perspectiva latinoamericana*, Cuadernos Semestrales, México, CIDE, No. 22, 2o semestre de 1987.

taria, etc., eran posibles escenarios del futuro económico. Este panorama debilitó el mercado en octubre y posteriormente se convertiría en un derrumbe generalizado ante el retiro masivo de los inversionistas institucionales en Wall Street que terminó transformándose en una actitud de pánico masivo de carácter mundial.

El 19 y 20 de octubre de 1987 asistimos a uno de los quiebres más espectaculares en la historia de los mercados bursátiles. La magnitud de las caídas, la celeridad y sincronía de las mismas y las enormes pérdidas sufridas por los tenedores de papeles bursátiles –calculadas inicialmente en cerca de dos billones de dólares– colocaron el sistema financiero internacional al borde del precipicio, como lo señaló claramente el informe de la Comisión Brady.[24] Wall Street perdió en un día 22.6%, México 26%, Tokio 15% el martes 20, así como Sidney 25%, Singapur 21%, Londres en dos días 22%, Hong Kong 33.%, el 26 de octubre ya que había cerrado una semana.

Sin embargo, las medidas de política económica tomadas por las autoridades financieras de los países industriales lograron evitar "el salto al vacío de los mercados de valores".[25]

La respuesta de los principales gobiernos se orientó en tres direcciones: inyección de liquidez para evitar una crisis que arrastrara al sector bancario; descenso de las tasas de interés para evitar una recesión; baja del valor del dólar para estimular la economía estadounidense. Estas tres líneas de acción se vieron reforzadas por el acuerdo estadounidense de reducir en 30 mil millones de dólares su déficit fiscal.

El resultado de la intervención estatal fue sorprendente para la mayoría de los analistas y agentes. No sólo estabilizó los mercados al detener su caída, sino que redujo al mínimo su impacto en las instituciones financieras y, lo más importante, neutralizó prácticamente los posibles efectos sobre la inversión y el consumo. Es decir, el crac bursátil fue aislado del resto de los circuitos financieros y de las estructuras productivas y de consumo.

De manera tal que el dinamismo de la economía mundial no disminuyó, como todos lo preveían, sino que se mantuvo e incluso aumentó. Los países de la OCDE tuvieron una tasa de crecimiento de 3.3% y 4% en promedio durante 1987 y 1988, respectivamente.

[24] Oficina del Presidente, *op. cit.*

[25] Antonio Gutiérrez Pérez, "El crac Bursátil....", *op. cit.*

De esta manera se volvió a hacer manifiesto que la relación entre el ciclo económico y el ciclo bursátil es compleja, ya que no expresa un simple juego de espejos, sino dinámicas de circuitos con autonomías relativas.

Sin lugar a dudas, este resultado se logró gracias a que las autoridades financieras contaban con un vasto arsenal de intervenciones públicas, reglamentos financieros e instrumentos de regulación que les permitieron prevenir los pánicos asociados a la mayoría de las crisis financieras anteriores. Extraña paradoja que se presenta en la era Reagan, después de impulsar el mercado y sus mecanismos y de rechazar la eficacia de las regulaciones públicas, son ellas las que le permiten aislar y neutralizar la crisis bursátil.

Otro de los factores estabilizadores del crac mundial de octubre de 1987 fue el papel desempeñado por la Bolsa de Tokio.[26] Su comportamiento tuvo dos fases claramente diferenciadas. La primera de octubre a diciembre en que jugó un papel de contención a la profundización de la crisis bursátil.

Su poder de resistencia –caída menor y ordenada– sorprendió a la mayor parte de los analistas, ya que se le consideraba la más indicada para iniciar el ajuste, pues tenía una relación precio-utilidad de 75 mientras en Wall Street era de 15. Este hecho se explica tanto por la fortaleza económica de Japón durante la segunda mitad de los ochenta, como por los mecanismos de regulación vigentes –interruptores de circuito, límites a ciertos agentes, etc.- y por la estrecha relación entre bancos-corporaciones-autoridades financieras.

La segunda fase de febrero de 1988 a diciembre de 1989 en que la bolsa de Tokio crece de forma sostenida y al margen de la dinámica de Wall Street y de las otras plazas bursátiles, para cerrar la década 46% por arriba de su nivel récord antes del crac, pero sin lograr encabezar una recuperación a nivel mundial, lo que marcaría los alcances y límites de su nuevo papel: actor protagónico mas no hegemónico.

En síntesis, el crac bursátil de octubre de 1987 fue el inicio de un agudo proceso de adecuación del comportamiento bursátil a las condiciones del conjunto de la economía. En un sentido estricto, el crac puede ser analizado dentro de las teorías de las burbujas especulativas que explican la diferencia entre el precio del mercado y el

[26] Antonio Gutiérrez Pérez, "Les marchés financiers internationaux dans les années quatre-vingt", *Interventions Economiques,* Quebec, Canada, No. 22-23, 1989.

valor fundamental del activo, cuando la referencia para el comportamiento del inversionista no es este último, sino la idea que se hace de la conducta de los otros operadores, generando una dinámica especulativa.[27]

Sin embargo, desde nuestro punto de vista el crac bursátil de 1987 debe entenderse más allá de una corrección financiera –en la cual la burbuja especulativa sufrió una verdadera implosión que permitió un funcionamiento de los mercados con menores tensiones–, para entenderse como el inicio de un proceso violento y más largo de adecuación de los mercados de valores a su nuevo papel en la economía.

Si los mercados financieros tienden a convertir las bolsas de valores en su eje articulador, desplazando al sistema bancario tradicional, éstas no pueden tener un papel eminentemente especulativo, ni la interrelación entre el mercado accionario y de bonos puede estar dominado por este rasgo. Ello requeriría no sólo desinflar la burbuja especulativa, sino sucesivos momentos de ajuste como los que presenciamos en octubre de 1989 en el mercado de bonos de alto rendimiento en Nueva York o el de Tokio de principios de los noventa.

Sin duda estos ajustes drásticos no han terminado, la corrección financiera no ha más que iniciado, pero pueden marcar el comienzo de un patrón de comportamiento de los mercados bursátiles, cuyo gran desafío es reconstruir sus lazos con el resto de la economía, en particular con el sector productivo para redefinir las condiciones y las modalidades de su articulación.

5. 1988-1989: recuperación y ajustes

Por lo que respecta a la evolución posterior de los mercados es posible, a pesar de los diferencias en sus comportamientos, establecer tres períodos.

El primero, de octubre de 1987 a marzo de 1988 en que los mercados se caracterizaron por un comportamiento sumamente inesta-

[27] A este respecto se puede consultar el número 2 de la primavera de 1990 del *Journal of Economics Perspectives*, dedicado por entero a la discusión sobre la teoría de las burbujas especulativas.

ble y deprimido. El dólar cae a su nivel más bajo a finales de 1987. Nueva York se sitúa 25% abajo de su nivel más alto previo al crac, aunque Tokio inicia una carrera vertiginosa de recuperación de las pérdidas. Las bolsas más afectadas, además de la de México donde la caída es superior al 70%, son las de Sidney, Signapur, Hong Kong, Zurich y Estocolmo, cuyos descensos se sitúan entre el 30% y el 40%. Por lo que se refiere a las principales bolsas europeas, los descensos fluctuaron entre 20% y 25%. La emisión de nuevas acciones se paraliza y la de bonos internacionales entra en un compás de espera.

El segundo, de abril a fines de 1988, en donde se registra un período de relativa recuperación de las pérdidas, encabezado por Tokio, pero los demás mercados presentaron una gran inestabilidad. La volatilidad y el menor nivel de actividad caracterizaron este período. El índice Dow Jones presentó tres caídas de más de 100 puntos en ese año, que afectaron principalmente a las bolsas europeas. Las firmas bursátiles iniciaron una era de profunda reestructuración que significó miles de despidos y un rediseño de sus estrategias, que les permitiera absorber las pérdidas y el descenso de sus ganancias. Hay una desaceleración en su actividad internacional y un repliegue a sus mercados domésticos. Además el nivel de transacciones y el valor del volumen negociado disminuye.

A pesar de este panorama, el firme comportamiento económico permite en el segundo semestre un repunte importante en la mayoría de los índices bursátiles, los cuales cierran con ganancias en 1988.

El tercer período se incia en 1989, cuando todas las bolsas presentan una recuperación que las lleva a superar sus récords previos a octubre de 1987. Wall Street creció 27%, Tokio 29%, Londres 33%, Frankfurt 30%, París 32%, Singapur 43%. Los mercados emergentes también consolidan su recuperación, medido en dólares los incrementos más importantes son: Tailandia 105%, México 80%, Filipinas 63% y Chile 41 por ciento.

CUADRO 5

El comportamiento bursátil después del crac.
(cambios porcentuales)

Plazas Bursátiles e Indice.	*Oct 16/87 Dic 31/87*	*Dic 31/87 Dic 31/88*	*Dic 31/88 Dic 31/89*
Nueva York (DJIA)	- 13.8	11.8	26.9
Tokio (Nikkei)	- 18.2	39.8	29.1
Londres (FT-30)	- 25.6	4.5	33.4
Frankfurt (FAZ)	- 30.7	31.2	30.8
Zurich (Crédit Suisse)	- 33.9	26.1	24.1
París (CAC)	- 22.5	47.8	32.3
Milán (Stock Index)	- 25.6	24.6	14.9
Toronto (300 Composite)	- 12.2	3.6	18.4
Sydney (All Ord.)	- 38.5	13.0	11.4
Singapur (Straits Times)	- 40.9	17.6	43.2
Hong Kong (Hang Seng)	- 39.1	12.6	43.2

FUENTE: elaborado con datos del Financial Times.

Un primer factor que explica el inicio de la recuperación de los mercados accionarios a nivel mundial es sin duda el contexto macroeconómico mundial. Firme expansión económica, alto ritmo de la inversión, incremento del comercio, estabilidad de precios y de tasas de cambio, etc. En este sentido, podemos afirmar que los mercados financieros han apostado al aterrizaje suave de la economía norteamericana y con él, al de la economía mundial.

Sin embargo, también este contexto macroeconómico constituye un núcleo de inestabilidad exógeno a los mercados, dado que cada vez que las tasas de inflación en los países industriales parecen repuntar las plazas bursátiles reaccionan inmeditamente, ya que un cambio en las perspectivas económicas, que implica un aumento de las tasas de interés, podría sumir nuevamente a los mercados en un ciclo bajista.

En este sentido los mercados han reaccionado con prudencia al excepcional clima económico. Esto quere decir que están más sensi-

bles al mediano que al corto plazo. Es decir a la posibilidad de una recesión y a su posible efecto sobre las estructuras financieras.

Un segundo factor que explica la recuperación de los índices bursátiles fue el relanzamiento a partir de mediados de 1988 de las compras apalancadas y fusiones hostiles, lo que acentuó la postura de compradores netos de las grandes corporaciones. El caso de Nabisco, adquirida en 1988 por 25 mil millones de dólares, es el más sonado por su magnitud, pero recordemos que el mercado de bonos de alto rendimiento en Estados Unidos tuvo un desarrollo espectacular durante los ochenta, hasta alcanzar la cifra de 200 mil millones de dólares. De igual forma en Europa este tipo de transacciones adquiere un impulso importante a fines de la década.

Sin embargo el agotamiento de este mercado se hizo manifiesto con el desplome del 13 de octubre de 1989, cuando el mercado neoyorquino cayó 190.58 puntos en unas horas, a pesar de los llamados interruptores de circuito –suspensiones temporales de las negociaciones–, que se pusieron por primera vez en acción en Estados Unidos.[28] De nueva cuenta, como en octubre de 1987, la activación de los paquetes de comercio programado y el uso del mecanismo de arbitraje de índices fueron responsabilizados de la magnitud y celeridad de la caída.

El temor al repunte inflacionario, que podría poner en entredicho el aterrizaje suave de la economía estadounidense y el fracaso de la compra de United Airlines fueron las señales que desataron el pánico. Las advertencias empezaron en septiembre cuando varias compañías enfrentaron problemas de liquidez para afrontar el pago de intereses de bonos de alto rendimiento, marcando el inicio de crecientes tensiones en estos circuitos.

En este sentido el desplome del 13 de octubre se explica por el inicio de un profundo ajuste financiero en el mercado de bonos chatarra, que concluiría en realidad en febrero de 1990 con la quiebra de Drexel, la compañía más importante en Estados Unidos de bonos de alto rendimiento.

Este profundo ajuste en uno de los mercados que restructuró la llamada Norteamérica corporativa no supone su fin, pero sí como predicen la mayoría de los analistas financieros, una nueva era con menor dinamismo y mayor prudencia, que podría significar un cam-

[28] *Wall Street Journal,* 15 de octubre de 1989.

bio hacia el fortalecimiento del financiamiento accionario de las empresas; lo que a su vez marcaría el inicio de una sólida recuperación de los mercados accionarios.

Pero no solamente encontramos la corrección del mercado de bonos del alto rendimiento en Estadoos Unidos, sino también la de la Bolsa de Tokio a principios de 1990, cuando enfrentó un desplome del 28% en tres meses.

Las razones de esta caída de más de 10 mil puntos entre enero y abril fueron principalmente tres. La primera, de carácter estructural, su sobrevaluación creciente, que se podía constatar con cualquiera de los índices convencionales. Por ejemplo, Tokio tenía un múltiplo precio-ganancias de 45 frenta a 18 de Alemania, 14 de Nueva York, 12 de Sydney, 11.5 de París y 11.3 de Londres.

La segunda, un cambio en el escenario de corto plazo a pesar de las perspectivas optimistas de mediano plazo. Nos referimos al aumento de la inflación, motivado por la devaluación del yen y el encarecimiento de las importaciones, en particular del petróleo, así como por el incremento de la oferta monetaria. La tercera, el impacto de las recientes innovaciones incorporadas por los inversionistas extranjeros, principalmente estadounidenses: uso de arbitrajes de índices, comercio programado, etc., que exacerbaron la volatilidad del mercado.

A pesar de las tensiones y temores que se generaron durante el desplome de la Bolsa de Tokio, éste no tuvo un impacto desestabilizador sobre el conjunto de los mercados. Ello se debe a que la caída fue, a pesar de su magnitud, manejable para las autoridades financieras y los inversionistas institucionales, ni generó actitudes de pánico dentro o fuera de Japón. Sin embargo, las medidas que se tomaron en este país para ponerle un piso a la crisis bursátil afectarán los mercados internacionales en los primeros años de los noventa.

Las limitaciones impuestas a las compañías japonesas para financiarse mediante nuevas ofertas de acciones o de bonos respaldados tandrán un impacto negativo sobre el euromercado, donde las compañías japonesas han sido desde hace varios años las principales emisoras.

Otra consecuencia será sobre el nivel de préstamos de la banca japonesa, uno de los principales acreedores en los últimos años. Recordemos que de acuerdo con los lineamientos aprobados por el

Banco Internacional de Pagos, los bancos internacionales deberán tener un mínimo de 8% de capital primario en relación con sus activos a finales de 1992.

La banca japonesa tiene la relación capital-activos más baja de los firmantes del acuerdo de Basilea por lo cual deberá incrementar su capital accionario. El descenso bursátil podría impedir que lo hiciera a las tasas necesarias para alcanzarlo en el plazo estipulado. Precisamente esta situación obligó a las autoridades japonesas a permitir a sus principales bancos la acumulación de fondos por medio de la emisión de préstamos subordinados, a partir de junio de 1990.

Como podemos ver, uno de los rasgos característicos de la recuperación bursátil iniciada en 1989 es que se acompaña de drásticos ajustes acotados a ciertos segmentos del mercado o a ciertas plazas, que logran ser aislados de los demás circuitos financieros. La capacidad de profundizar esta corrección sin provocar rupturas globales constituye uno de las grandes interrogantes de la década que se inicia.

Por lo que se refiere a los mercados emergentes, la recuperación iniciada a mediados de 1988 y confirmada en la mayoría de ellos durante 1989 está vinculada a los profundos cambios en las estructuras económicas de sus países. Las políticas tendientes a reprivatizar la economía, la desregulación del sector financiero, la diversificación de productos financieros y de instrumentos de financiamiento ligados a la emisión de deudas, los programas de conversión de deuda externa por inversión, así como la globalización de las inversiones de portafolio y la modernización de los mercados -computarización de los sistemas de transacciones y de comunicación– impulsaron de manera acelerada el crecimiento de sus bolsas de valores durante 1988 y 1989. Este resultado se explica en la medida en que estos procesos tienden a convertir estos mercados en una pieza clave del cambio estructural.

Sin embargo, su consolidación depende no solamente del éxito que tengan estas políticas para generar un ciclo de crecimiento sostenido y estable, sino también de la capacidad para emprender profundas reformas que desemboquen en estructuras financieras sólidas, a través de una adecuada interrelación con los circuitos productivos. De no ser así, seguirán siendo espacios de cáracter especulativo, sumamente volátiles y generadores de ciclos de inestabilidad financiera.

6. Los desafíos de los noventa

A lo largo de este trabajo hemos ido definiendo los principales desafíos que enfrentarán en los noventa los diversos mercados bursátiles. Para finalizar nos gustaría puntualizar dos de ellos. Para las bolsas de valores desarrolladas, el primero lo constituye la necesidad de disminuir el núcleo de inestabilidad endógeno que representan las innovaciones de productos financieros y de estrategias de comercio.

Como vimos, estos mecanismo exacerbaron la caída del 13 de octubre de 1989 en Nueva York y a principios de este año el descenso pronunciado de Tokio. Ya desde el crac de octubre de 1987 la Comisión Brady, nombrada por el entonces presidente Reagan para analizar los acontecimientos, apuntaba en esta dirección y propuso varias medidas en este sentido, que sólo fueron retomadas parcialmente.[29] La forma de encarar este problema ha dado lugar a fuertes polémicas en Estados Unidos, Europa y Japón. Sin embargo, ningún acuerdo significativo se ha alcanzado y la creación de nuevos productos derivados continúa.

Una nueva proposición para readecuar la estructura de regulación de los mercados ha sido propuesta en Estados Unidos por la Comisión nombrada para tal efecto después de la caída del 13 de octubre. Esta tiene como puntos centrales: un sólo órgano de coordinación de los niveles de márgenes en todos los mercados, interruptores de circuito más prolongados y con mejor coordinación entre los diversos componentes del mercado y diversas medidas para garantizar la transparencia del mismo.[30]

El rumbo que tome este esfuerzo en Estados Unidos definirá, en gran medida, la estructura de regulación de los mercados en el mundo, dada la profunidad del desarrollo de estos instrumentos en sus mercados, lo que define su papel rector en esta materia.

El segundo se refiere a la necesidad de crear un marco de regulación para la internacionalización de los mercados accionarios. Algunos pasos se han dado en esta dirección para lograr en un primer momento una convergencia internacional de reglas y normas para su funcionamiento, tales como homogenizar los requerimientos

[29] Antonio Gutiérrez P, "El crac bursátil...", *op. cit.*
[30] *Wall Street Journal*, 24 de junio de 1990.

de capital de las firmas de valores, instancias permanentes de comunicación y coordinación, etc.

Por lo que respecta a la mayoría de los mercados emergentes la década de los noventa debe significar una transformación cualitativa. Disminuir la gran volatilidad de corto plazo de los precios es una tarea urgente para poder consolidarse. Este objetivo es particularmente válido para los mercados latinoamericanos, ya que Argentina, Brasil y México presentan los índices más altos, con desviaciones estándar para el período de 1984-88 del 27%, 19% y 17% respectivamente. pero también lo es para otros mercados como Taiwán y Filipinas, con rangos entre el 12% y el 15%.[31]

Además muchos de ellos están inmersos en tradiciones locales, regulaciones arcaicas, corrupción, manejo de información confidencial y especulación que se constituyen en núcleos de inestabilidad recurrente y en importantes barreras para su constitución como verdaderos espacios de financiamiento del desarrollo.

Por ello la reforma de las estructuras de regulación y supervisión es, sin duda, un objetivo inmediato. Sin ella y sin un contexto de políticas macro que garanticen el retorno al largo plazo en el funcionamiento de los mercados, la década de los noventa no significará el fin de una época caracterizada por el premio a la inversión de corto plazo de cáracter especulativa.

[31] Fondo Monetario Internacional, *op. cit.*

Mercado de Valores, Crisis y nuevos circuitos financieros en México, 1970-1990, se terminó de imprimir en otoño de 1991 en Amacalli Editores, S. A. de C. V. Empresa Núm. 186 - 103. Col. Mixcoac-Insurgentes. Tel.: 611 41 19. La edición consta de 2000 ejemplares

UNIVERSIDAD AUTONOMA METROPOLITANA
Casa abierta al tiempo
Azcapotzalco

COSEI
COORDINACIÓN DE SERVICIOS DE INFORMACIÓN

Formato de Papeleta de Vencimiento

El usuario se obliga a devolver este libro en la fecha señalada en el sello mas reciente

Código de barras. 2893499

FECHA DE DEVOLUCION

- Ordenar las fechas de vencimiento de manera vértical.
- Cancelar con el sello de "DEVUELTO" la fecha de vencimiento a la entrega del libro

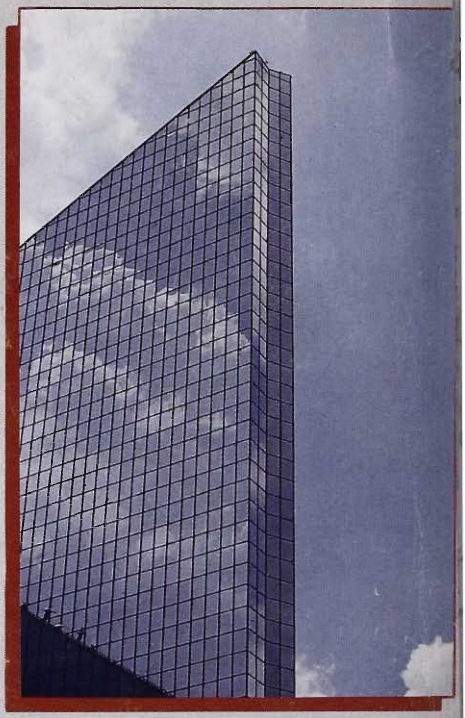
UAM
HG185
M6
M4.7

Mercado de valores, crisi

2893499

MERCADO DE VALORES

CRISIS Y NUEVOS CIRCUITOS FINANCIEROS EN MEXICO, 1970-1990



En la primera mitad de los años 70 las autoridades se plantearon impulsar al mercado accionario como una opción de financiamiento de largo plazo para la inversión productiva, complementaria de la que ofrecía el sistema bancario. Ese propósito se mantuvo vigente a lo largo de dos décadas sin que, hasta 1990, se concretara en resultados claros y convincentes. Por el contrario, su desarrollo enfrentó condiciones adversas, algunas de las cuales surgieron de su propio funcionamiento "inmaduro", pero otras fueron producto de la evolución inestable de la economía tanto como de decisiones de política económica. De hecho, la historia contemporánea del mercado de valores no puede explicarse sino en el marco de los procesos de reestructuración del sistema financiero que han estado vinculados a la transformación del patrón nacional de acumulación.

Así, en este libro los autores proponen un enfoque analítico novedoso acerca del comportamiento del mercado de valores en la perspectiva de los cambios estructurales y las medidas de política monetaria y financiera que se registraron entre 1970 y 1990, y que sirven de base a las orientaciones actuales de la modernización financiera en México.

Este es un texto en el que los especialistas, pero también el público en general encontrarán una hipótesis sobre cómo se tejen las relaciones financieras entre el poder político y el poder económico, y el análisis de algunos de los mecanismos por los cuales los grandes capitales controlan y asignan el excedente financiero nacional.

Diseño: Ana Lourdes Herrera
Foto contraportada: Leopoldo Aguilar

Casa abierta al tiempo
UNIVERSIDAD AUTONOMA METROPOLITANA
UNIDAD AZCAPOTZALCO División de Ciencias Sociales y Humanidades