

El derrumbe del 19 de Octubre de 1987: una nota

Por: Armando Yance Pérez*

“Causes have to do with the past,
consequences with the future”

E. W. HERI

1. EL CONTEXTO MACROECONOMICO

Este artículo es una versión preliminar de un trabajo más amplio sobre la evolución y transformación de la economía estadounidense. No se pretende ser exhaustivo sino mostrar los lineamientos generales y tendencias de la dinámica subyacente al proceso y situar, en dicho contexto, la caída bursátil del 19 de Octubre de 1987.

En este orden de ideas, podemos partir, para nuestro propósito, en el momento, de lo que ha sido la política macroeconómica del Presidente Reagan. Desde el marco del manejo fiscal y monetario, la política del Presidente Reagan (Era Volker) fue acentuadamente restrictiva, con respecto a la primera, con el fin de abatir las presiones inflacionarias, mientras la política fiscal fue de carácter expansivo con miras a acelerar la tasa de crecimiento del output. Elementos de ortodoxia monetarista y prescripciones de talante ofertista, conducirían a la formación de procesos cerrados, virtuosos y altamente dinámicos, en principio, que tenderían a eliminar los efectos nocivos y perversos de la

coexistencia de inflación y estancamiento. Pero la política monetaria restrictiva tuvo su costo: elevadas tasas de interés y sobrevaluación del dólar. Esto a su vez, condujo a una elevada tasa de desempleo y altos coeficientes de capacidad instalada ociosa. Por el lado de la política fiscal, la caída en los impuestos liberó un flujo adicional de gasto pero la ausencia de monetización del déficit presionó aún más la tasa de interés, provocando una depresión del gasto no residencial y de bienes durables. “Los círculos virtuosos prometidos por la macroeconomía de la oferta no se verificaron” (Godiner V. 1986). Pero los efectos sí fueron claros y concretos: 11 millones de desempleados y 1/3 de la capacidad instalada productiva ociosa. No hay duda de que los problemas generados por la política macroeconómica, han sido desiguales en los diferentes sectores productivos, pero no podemos detenernos en una consideración de tal naturaleza en este contexto.

En cuanto a la interrelación entre política fiscal, política monetaria y cambiaria, el carácter expansionista de la primera, la índole restrictiva de la segunda en un entorno mundial de tipos de cambio flexibles y alta movilidad del capital, crearon las condiciones para la entrada de cuantiosos volúmenes de fondos especulativos, lo que unido a una escasa salida de recursos domésticos, especialmente producto de la quiebra de la tendencia de acumulación de activos en el resto del mundo, trajo como consecuencia una re-

* Economista Investigador del DIS, Corporación Unicosta.

asignación asimétrica financiera que convirtió a la locomotora del occidente capitalista en el primer gran deudor neto del mundo y, con ello, su cuantioso déficit se convirtió en el mayor obstáculo para un ajuste económico en una forma ordenada. El elevado déficit presupuestario se tradujo en mayores desequilibrios comerciales externos, incrementos sustanciales de las tasas de interés y en una sobrevaluación del dólar. Pero un dólar sobrevaluado implica elevar las tasas de interés para compensar los riesgos que aquella conlleva, aparte de la reducción que origina en el crecimiento del producto. Existe la necesidad perentoria, entonces, de generar un ahorro lo suficientemente elevado para cubrir los déficits. (Allen Sinai, 1988). En estas circunstancias, una acción decisiva de los Estados Unidos es urgente para corregir el déficit presupuestario y buscar la estabilidad de los mercados financieros. Desde una concepción neoliberal, A. Sinai afirma que "los mercados financieros en su totalidad harán por las autoridades de política económica lo que estos no hacen por sí mismas". El ajuste será, en su opinión, vía los mercados y los precios.

Existen otros economistas que consideran que el déficit presupuestario no solo ha exagerado, sino que no ha sido negativo para la economía estadounidense. Así, apoyándose en la evidencia empírica para el período 1956-84, Robert Eisner, afirma que i) existe una relación estrecha positiva entre los altos niveles de empleo y el déficit en tanto porcentaje del PNB. ii) Se observa también una relación estrecha y positiva entre altos niveles de empleo, déficit e inversión y, un aspecto muy importante, iii) no se evidencia una relación significativa entre déficit presupuestario e inflación.

Como quiera que las políticas expansivas de los gobiernos procuran llamar la atención con respecto a la posibilidad de un

"crowding-out",⁽¹⁾ lo que parece estar excluido en el trabajo de Eisner, parece ser que la política expansionista de gasto del gobierno estadounidense y las elevadas tasas de interés estuvieron propiciando un proceso "perverso" de inversiones extranjeras, por cuanto los inversores extranjeros no están invirtiendo esencialmente en activos productivos sino más bien en bonos y otros activos financieros. Hasta dónde esto conduce al "efecto Ricardo" y sus implicaciones, es un interrogante que bien valdría considerar, pero desborda al marco de esta apretada síntesis.

No existe duda que el déficit subsume efectos positivos y negativos. De un lado, los flujos de capital permiten implementar el ahorro interno, al tiempo que mantienen elevadas o "in crescendo" las tasas de interés; por otro lado esto tiene un efecto nocivo en el sector industrial, lo que representan los flujos de fondo frente a sus tasas de rendimiento implícitos en ellos. Esto adquiere un matiz mucho más grave cuando existe incertidumbre sobre su asignación para suplementar la inversión interna. En estas circunstancias un déficit presupuestario podría generar un "crowding-out" mucho más notable que el tradicionalmente observado.

Parece ser que la política expansionista de gasto del gobierno estadounidense y las elevadas tasas de interés estuvieron propiciando un proceso "perverso" de inversiones extranjeras, por cuanto los inversores extranjeros no están invirtiendo esencialmente en activos productivos sino más bien en bonos y otros activos financieros.

1. En la economía de los Estados Unidos —período 1983 a 1985— se ha podido observar la coexistencia de altas tasas de inversión, elevadas tasas de interés y, a pesar de ello, la ausencia de un "crowding-out".

Un aspecto importante a considerar, es si la posición deudora de los Estados Unidos tiene que ver más con los déficits en cuenta corriente que con los niveles de ahorro doméstico (Stockman). Al parecer, no se tiene una comprensión adecuada sobre el mecanismo a través del cual actúan las variables que incrementan el déficit comercial que, prima facie, parece comenzar a revertirse. Según Stockman el tamaño del déficit es una variable explicativa débil; su afirmación está apoyada en que la correlación habida entre los déficits presupuestarios y los déficits en cuenta corriente, durante el período de los años 60 y 70, no es significativa. Adicionalmente, ella ha estado ausente en otros países, especialmente en Japón, donde déficits elevados del gobierno han coexistido con grandes excedentes en la cuenta corriente y cuantiosos volúmenes de ahorro. De todas formas, aun que ello es cierto, no lo es menos que un déficit abultado como el estadounidense no es sostenible.

La acumulación de un déficit implica una deuda potencialmente insostenible (Jacob Frenkel). Generalmente ello se encuentra asociado con volúmenes bajos de ahorro, pero además, es muy pertinente distinguir entre ahorros "saludables" y ahorros "no-saludables". Frenkel conviene en señalar que la historia es ilustrativa de sistemas financieros que han colapsado debido a que incrementos sustanciales en los niveles de ahorro nacional han tomado la forma de incrementos ilusorios en la riqueza nacional. Dentro de esta perspectiva el déficit presupuestario estadounidense ha disminuído el ahorro nacional y, por consiguiente, ha provocado el déficit en cuenta corriente. Como Stockman, él reconoce que las correlaciones entre déficit presupuestario y déficit en cuenta corriente son débiles y erráticos, pero puntualiza que es muy diferente si el déficit presupuestario es originado por políticas expansivas del gasto o por políticas impositivas.

Dentro de estos términos, un déficit fiscal por exceso de gasto no tendrá los mismos efectos o tendrá diferentes implicaciones si recae sobre bienes de exportaciones que sobre bienes importados o si se efectúa sobre bienes objeto de comercio que sobre bienes no objeto de comercio. En este orden de ideas —considera Frenkel— es necesario desagregar para captar los determinantes del déficit.

Frenkel conviene en señalar que la historia es ilustrativa de sistemas financieros que han colapsado debido a que incrementos sustanciales en los niveles de ahorro nacional han tomado la forma de incrementos ilusorios en la riqueza nacional.

Finalmente, es importante considerar en este aparte, el comportamiento del patrón de acumulación del capital. La evidencia muestra que este ha sido intenso y elevado a pesar de las altas tasas de interés, lo que nos induce a preguntar, cómo colegir la simultaneidad de ambos fenómenos. La explicación neoclásica, coherente en su teoría de los precios relativos, afirma que una sobrevaluación del dólar conduce a una caída de los precios de los bienes de capital, lo que permite estimular e inducir un proceso de crecimiento en su demanda. Aunado a esto, cambios profundos en la estructura impositiva hicieron posible una aceleración de la depreciación con lo cual los costos de inversión disminuyeron (2).

Dentro de la lógica de este enfoque, existe una relación inversa entre los montos de inversión y el costo de los fondos prestables para el financiamiento de los primeros. Es evidente entonces, que elevados costos en la adquisición de fondos para financiar proyectos productivos afectarían la realización

2. Esto es un tema que aún es materia de discusión.

de los mismos. Pero la simultaneidad de montos crecientes en inversión no residencial y elevadas tasas de interés, podrían ser explicados por cuanto la desinflación induce a una caída de las tasas de interés efectivas. Lo anterior, aunado a la desreglamentación de los mercados, introduce un mayor grado de flexibilidad en los mismos y la aceleración del cambio tecnológico, a la par, provoca una convergencia a generar mayores rentabilidades en los proyectos productivos. Adicionalmente, se suele argumentar que las mayores tasas de interés reflejan el impacto del crecimiento de la productividad, lo cual induce a incrementos marginales en la demanda por fondos prestables. Es decir la causalidad es inversa (M. Dehesa 1986).

De otro lado está la explicación Keynesiana y Kaleckiana, para la cual la inversión se ha visto acicateada vía una mayor demanda agregada, estimulada por los fuertes incrementos en los cuales se apoyan los gastos militares. Esto, a su vez, induce a expectativas de ventas más optimistas. Adicionalmente, una reforma impositiva, reflejada en mayores flujos netos de caja y crecimiento moderado de los salarios contribuyó, de conformidad con este enfoque, a una dinámica creciente del proceso de acumulación (M. Dehesa, 1986).

Dentro de este marco breve de referencia, no es menos importante considerar la contribución del sector externo a la economía de los Estados Unidos. La conclusión no tiene discusión dada la fuerza de su evidencia: ha sido negativa. Las razones aludidas son, esencialmente: desaceleración en el crecimiento del aparato productivo y pérdida de dinamismo frente al ritmo de crecimiento de sus principales socios comerciales. Además, el freno que se puso a la sobrevaluación del dólar indujo una reversión marcada cuyo objetivo esencial era rescatar el dinamismo, perdido, de las exportaciones estadounidenses y disminuir el peso de las im-

portaciones innecesarias en el saldo de la cuenta corriente. Los desequilibrios del saldo comercial no permitían un desajuste insostenible y marcadamente persistente.

Una reforma impositiva, reflejada en mayores flujos netos de caja y crecimiento moderado de los salarios contribuyó, de conformidad con este enfoque, a una dinámica creciente del proceso de acumulación.

Si un dólar sobrevaluado puede propiciar, como de hecho así lo hizo, una afectación de renglones básicos de la producción estadounidense y un déficit mantenido y apoyado en la absorción del ahorro mundial (3), un dólar barato —si la caída es enormemente pronunciada— se convierte en un detonador potencial de todo el sistema financiero mundial. Esto, por consiguiente, exige la necesidad de un ajuste interno y externo, además de una considerable coordinación de políticas del área industrializada para lograr una posición sostenible y equilibrada. Pero el ajuste exige un crecimiento económico sostenible y no solo un simple ajuste, como enseña la experiencia de la crisis de la deuda (G. Junge, 1988). Si ello no es conseguible la vulnerabilidad de la economía se acentúa incrementando los costos económicos, políticos y sociales lo que facilita una mayor concentración de los riesgos. Para un país en desarrollo esto le cierra los mercados financieros internacionales; para Estados Unidos, un deterioro cada vez más acentuado de su capacidad y liderazgo —que ya no es el mis-

3. En un ensayo reciente, Paul Krugman (1987) sostiene que el desequilibrio internacional y la dificultad de su ajuste no debe imputarse exclusivamente a los Estados Unidos por su déficit fiscal.

mo— como vehículo inductor del crecimiento mundial. (4).

2. "EL CRASH"

Dentro del contexto macroeconómico esbozado, la coyuntura de la abrupta caída de la bolsa de Nueva York el 19 de Octubre de 1987, propició un clima más acentuado de incertidumbre con relación al posible comportamiento de la economía mundial. Como la historia lo ha demostrado, las crisis primero se manifiestan en la "superficie" o en los mercados financieros y el comercio y, posteriormente, colapsa el sector productivo. Nos preguntamos entonces, si se generará un colapso financiero, en primera instancia y, luego, se reducirá drásticamente la producción. Han transcurrido 5 meses y, aún así, no es fácil pronosticarlo dado que, en economía, es supremamente difícil tener un conocimiento pleno del comportamiento de un proceso.

Si un dólar sobrevaluado puede propiciar, como de hecho así lo hizo, una afectación de renglones básicos de la producción estadounidense y un déficit mantenido y apoyado en la absorción del ahorro mundial, un dólar barato —si la caída es enormemente pronunciada— se convierte en un detonador potencial de todo el sistema financiero mundial.

Se ha pensado que una de las causas posibles, entre otras, fue la sobrevaluación de los mercados de acciones. Pero parece ser que no existe teoría alguna capaz de explicar eficazmente cuál es el precio fundamentalmente correcto de una acción (E. W. Heri, 1987). Esta explicación, sin embargo, es apenas de tipo coyuntural, puesto que no

necesariamente el comportamiento de los mercados financieros es el pulso de la actividad productiva. De ahí que debamos considerar la política monetaria de la Reserva Federal dentro del marco de una política de estabilización cambiaria de los 5 principales países industrializados (Japón, Estados Unidos, Alemania Federal, Francia y Reino Unido). Se ha venido afirmando que la Reserva Federal utilizó una política monetaria expansiva en extremo entre 1985 y 1986. "Esto significó que la tasa de crecimiento fuese mucho más alta que lo que la gente considera 'inflación neutral' ". Pero se sabe también, por la evidencia de la historia, que altas tasas de crecimiento monetario se encuentran estrechamente correlacionadas con elevadas tasas de inflación en los años subsiguientes.

La duración y estructura del rezago entre los cambios en el stock monetario y los cambios en el nivel de precios, inducidos por los mismos, son, más bien, inciertos. Pero "nosotros sabemos que las políticas expansionistas de 1985 y 1986 estuvieron acompañadas por caídas en las tasas de inflación" (E. W. Heri. Subrayado nuestro). Al parecer, un factor, entre otros, que incidió en ello fue la caída de los precios de muchas mercancías, lo que vino a sobrecompensar las presiones inflacionarias originadas por los excedentes de liquidez. Aunque posteriormente se aceleraron. De todas maneras, el aspecto crucial es que la política monetaria de la Reserva Federal en los dos años señalados proveyó de liquidez suficiente para "financiar" el aumento de los precios (5). En estas condiciones, la inflación esperada para 1987 fluctuaba entre 4 y 5o/o contra 2o/o del año inmediatamente anterior. En consecuencia, las tasas de interés iniciaron un franco movimiento alcista (300 puntos al alza). En el largo plazo ello condujo a elevar el

4. Para un análisis sobre algunas consideraciones equivocadas sobre coordinación de políticas internacionales, Cf. Morris Dirk. International Policy coordination: Popular misconceptions, en PROSPECTS Economic and Financial February/March, No. 1/1988.

5. Obsérvese que la relación va de cambios en los precios a modificaciones en la oferta monetaria.

rendimiento de los bonos del gobierno y, dentro de la política económica del Presidente Reagan, no era de esperar que las tasas reales disminuyeran. En el contexto de una economía mundial cada vez más integrada (como lo puso de presente el mismo crash), puede observarse, cómo los cambios en las tasas de interés de los Estados Unidos se trasladan al resto del mundo —el problema de la deuda es un ejemplo fehaciente de ello—. Estas modificaciones, a su vez, han desatado procesos “en cadena”; en los cuales se procuró que existiese paridad en las tasas reales de interés, pero supeditadas a las veleidades del dólar y la política monetaria y fiscal internas de los Estados Unidos. ¿Qué relación implica esto para los mercados financieros? En primer lugar, las acciones llegaron a ser más vulnerables a los incrementos de las tasas de interés; segundo, la subida de las tasas de interés en Alemania y Japón propiciaban una caída adicional del dólar y permitía realizar políticas expansionistas en los países mencionados. Esto introducía mayor incertidumbre, a los de por sí ya inestables mercados financieros internacionales.

Como hemos señalado líneas arriba, es difícil decir, en estos momentos, lo que a continuación seguiría a un fenómeno de la naturaleza de un crash. No es fácil predecir su impacto en la economía mundial. Uno de los efectos considerados, por su importancia,

es el “efecto riqueza”, por cuanto un 20 por ciento de la riqueza personal se halla invertida directamente en acciones. Esto implicaría un ajuste significativo (según algunos, ya que otros economistas lo consideran despreciable económicamente) en los niveles de consumo, de ahí que muchos ofertistas y no ofertistas se oponen a incrementos de las tasas impositivas. Otro mecanismo de transmisión sería vía la inversión. Como la demanda agregada es una variable determinante de aquella, una caída en la demanda agregada disminuiría los niveles de inversión vía las expectativas. Adicionalmente los proyectos productivos podrían tornarse más costosos en su financiamiento si los precios de las acciones son bajos. Pero las variables cruciales son tanto la demanda agregada y la inversión privada, dado que ellas venían siendo las que lideraban el crecimiento del PNB en los últimos meses anteriores al crash. No existe duda, por consiguiente, que la economía estadounidense fue golpeada duramente.

El resto de la afectación podría ser menor para Europa y el Tercer Mundo; sin embargo los pronósticos de crecimiento global para 1988 tendrían que ser revisados y, creo, no serán muy altos en general.

Como lo han señalado algunos, todas las caídas importantes de la bolsa han sido seguidas de recesiones en la economía; a excepción de la 1938 - 1942,

CAIDAS BURSATILES		RECESO	Descenso del promedio Industrial Dow Jones
19 de Enero 1906 al	15 Nov. 1907	Se inició en Mayo 1907	48.5
21 de Nov. 1916 al	19 Dic. 1917	Se inició en Agosto 1918	40.1
3 de Nov. 1919 al	24 Ago. 1921	Se inició en Enero 1920	46.6
3 de Sep. 1929 al	8 Jul 1932	Se inició en Agosto 1929	89.2
10 de Marzo 1937 al	31 Marzo 1938	Se inició en Mayo 1937	49.1
12 de Nov. 1938 al	28 Abril 1942	No hubo receso	41.3
3 de Dic. 1968 a	Mayo 1970	Se inició en Dic. 1969	35.9
11 de Enero 1973 al	6 Abril 1974	Se inició en Nov. 1973	45.1
25 de Agosto 1987 al	19 Oct. 1987	No se vislumbra aun, receso	36.1

A pesar de las estadísticas, muchos economistas son optimistas con respecto a la posibilidad de un receso económico como efecto de la caída de la bolsa. Entre otros: K. Arrow, P. Samuelson, M. Friedman y Ch. Kindleberger.

Después de 5 meses no se vislumbra una recesión y ello da pie para reflexionar sobre si el crash fue solo producto de un proceso altamente especulativo, concentrado esencialmente en el mercado de valores, donde lo que pudo haber sido fue una transferencia de riqueza de unas manos a otras, pero sin efectos significativos sobre el comercio, la banca y el sector productivo.

Es evidente que el crash puso de manifiesto la integración y unidad de los mercados financieros ese Lunes y en los días sucesivos inmediatos. De ahí que Paul Samuelson afirmase que "todas las consideraciones que lo habían preparado a uno para el derrumbe de los mercados de los Estados Unidos también son válidas para el Japón. Un derrumbe en Tokio podría estimular el flujo de Fondos fuera de los mercados americanos". Esta situación, quizás, explique las expectativas de aversión al riesgo que se refuerzan y así nadie aspira a sacrificar nada por el interés común. Nadie se siente seguro. De acuerdo con la opinión de M. Feldstein, una razón de incertidumbre del mercado es el temor a que la política de la Reserva Federal consista en subir las tasas de interés con la finalidad de hacer más atractivos los mercados estadounidenses a los inversionistas extranjeros y apuntalar, por esta vía, al dólar. Para Karl Brunner, "la incertidumbre proviene del hecho de que los mercados simplemente no saben lo que hará el gobierno. El Congreso espera que el Presidente anuncie una política y entonces, está automáticamente

en contra de ésta" (subrayado de A.Y.). Esto refuerza la incertidumbre y confirma que no se puede pensar en "expectativas racionales" perfectas en completud de información a la manera de Lucas y otros. La posición frente a esta situación jamás puede ser, como señalan algunos neoliberales hasta la médula, que "la mejor política es ignorar las fluctuaciones del dólar".

Sin embargo, Milton Friedman, un neoliberal consumado, a pesar de considerar que ha sido exagerado el derrumbe bursátil, le preocupa, a *contrario sensu* de su opinión sobre la causa de la Gran Depresión, que no exista la suficiente liquidez en la Economía.

Es evidente que el crash puso de manifiesto la integración y unidad de los mercados financieros ese Lunes y en los días sucesivos inmediatos.

Si a esto le sumamos una restricción del crédito esto podría reforzar una caída en el consumo. De todas formas, todos parecen estar a la espera de un crecimiento estable y moderado. Después de 5 meses no se vislumbra una recesión y ello da pie para reflexionar sobre si el crash fue solo producto de un proceso altamente especulativo, concentrado esencialmente en el mercado de valores, donde lo que pudo haber sido fue una transferencia de riqueza de unas manos a otras, pero sin efectos significativos sobre el comercio, la banca y el sector productivo. Es decir, a pesar del crash la economía de los Estados Unidos parece que se resiste bien. (6)

6. En este punto estoy altamente en deuda con mi colega de la Universidad del Atlántico, el Dr. Jairo Parada quien me lo sugirió en discusiones informales.