

00321

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE CIENCIAS

90



EL MODELO DE MINSKY SOBRE LOS BOOMS FINANCIEROS
DEL PROCESO DE GLOBALIZACION.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE

A C T U A R I A

P R E S E N T A :

AZALIA NOHEMI VELAZQUEZ ORDOÑEZ

DIRECTOR DE TESIS: ACT. LETICIA DANIEL ORANA

2003

DIVISION DE ESTUDIOS PROFESIONALES



FACULTAD DE CIENCIAS
SECCION ESCOLAR



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.



UNIVERSIDAD NACIONAL
DE INGENIERÍA

Autorizo a la Dirección General de Bibliotecas de la UNAM a difundir en formato electrónico e impreso el contenido de mi trabajo recepcional.

NOMBRE: Azalia Noheми Velázquez Ordoñez
FECHA: 27 Junio, 2003
FIRMA: [Signature]

DRA. MARÍA DE LOURDES ESTEVA PERALTA
Jefa de la División de Estudios Profesionales de la Facultad de Ciencias
Presente

TESIS CON
FACULTAD DE INGENIERIA

Comunicamos a usted que hemos revisado el trabajo escrito:

El modelo de Minsky sobre los booms financieros del proceso de globalización.

realizado por Azalia Noheми Velázquez Ordoñez con número de cuenta 9426905-1

quién cubrió los créditos de la carrera de Actuaría

Dicho trabajo cuenta con nuestro voto aprobatorio.

Atentamente

Director de Tesis

Propietario Act. Leticia Daniel Orana

[Signature]

Propietario Act. María Aurora Valdés Michell

[Signature]

Propietario Act. Hortensia Cano Granados

[Signature]

Suplente Act. Laura Miriam Querol González

[Signature]

Suplente Act. Carlos Flavio Espinosa López

[Signature]

Consejo Departamental de Matemáticas

[Signature]

M. en C. José Antonio Torres Díaz
CONSEJO DEPARTAMENTAL
DE
MATEMÁTICAS

AGRADECIMIENTOS

Con este trabajo concluyen muchos años de estudiante en diversas escuelas y en la Universidad Nacional Autónoma de México, mi segunda casa durante algún tiempo; viéndolos concretarse en un título de Actuario.

A lo largo de este trayecto, he estado acompañada en todo momento por Dios Padre, Hijo y Espíritu Santo además de mis padres, mi hermana, mis amigos, familiares, profesores y ayudantes con quienes no solo he compartido mi formación profesional sino personal.

En vano sería tratar de mencionar a todos y a cada uno pues ni esta ni otra hoja más alcanzaría para hacerlo. Sin embargo, no puedo dejar de expresarles mi cariño y gratitud pues no existe ayuda pequeña sino pequeños problemas; a TODOS mil gracias.

Muy especialmente para realizar este trabajo conté con el apoyo de:

DIOS:

Gracias por tan hermoso encuentro, por dejarme verte. Gracias por la fuerza que me das para seguir adelante. Te quiero.

MIS PADRES:

Mamá gracias por tus inmensos sacrificios, nunca podré pagarte. Papá gracias por tu entrega y dedicación. Sin su esfuerzo y guía esto nunca hubiera sido posible, gracias por su cariño, los quiero mucho.

EDGAR:

Amor, esta tesis lleva tu esfuerzo, tu dedicación, tu paciencia y angustia juntito a la mía, qué más puedo decir . . . honor a quien honor merece. Te amo.

FAMILIA DE EDGAR:

Gracias a su mamá y a su hermana, quienes me dejaron invadir su espacio y me brindaron su comprensión y su confianza. *Gracias por todo*, siempre lo recordaré.

ABUELITA:

Meche, gracias por tu cariño y por las experiencias que me has legado; gracias por ayudarme a trascender. Te quiero mucho.

PROFESORA LETICIA:

Gracias por haber aceptado dirigir este trabajo, por el tiempo invertido en él y la confianza depositada en mí. Todo mi respeto para usted.

Y para cerrar con broche de oro; Gordo gracias por tu amor incondicional, Jessi y Rodo gracias por su amistad también incondicional, tío Marce gracias por confiar en mí, tía Queta y Tawa gracias por escucharme y Buzz gracias por tu compañía de tantas noches (mamá ha sido el mejor regalo). Una vez más **GRACIAS A TODOS**.

"Por mi raza hablará el espíritu".

INDICE

INTRODUCCIÓN	1
Capítulo 1 INTEGRACIÓN ECONÓMICA MUNDIAL	
1.1 INTEGRACIÓN	1
1.2 REGIONALIZACIÓN	3
1.2.1 Área de Impacto	6
1.2.2 Agente Dinamizador	7
1.2.3 Estrategia	7
1.2.4 Instrumento	7
1.2.5 México: Acciones emprendidas en la Regionalización	10
1.3 GLOBALIZACIÓN	16
1.3.1 Área de Impacto	18
1.3.2 Agente Dinamizador	18
1.3.3 Estrategia	19
1.3.4 Instrumento	20
1.3.5 México en la Globalización Productiva	21
Capítulo 2 GLOBALIZACIÓN FINANCIERA	
2.1 PROCESO DE GLOBALIZACIÓN	25
2.2 ANTECEDENTES	27
2.2.1 Sistema de Bretton Woods (1944 – 1971)	30
2.2.2 Funcionamiento del Sistema de Bretton Woods	32
2.2.3 Colapso del Sistema de Bretton Woods	35
2.2.4 Crisis de la Deuda (1973 –1985)	36
2.2.5 Proceso de Coordinación Internacional	43
2.2.6 Liberalización y desregulación del sector financiero	50

Capítulo 3 **MERCADOS FINANCIEROS GLOBALES**

3.1	ESBOZO CONCEPTUAL	56
3.1.1	Clasificación de los mercados financieros globales	58
3.1.2	Mercados financieros organizados	59
3.1.3	Mercados financieros eficientes	61
3.1.4	Operaciones Financieras	68
3.2	EXPANSIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS	73
3.2.1	Mercado de divisas	73
3.2.2	Mercado de capital	75
3.2.3	Mercado de préstamos	76
3.2.4	Mercado de obligaciones	78
3.2.5	Mercado de acciones	79
3.2.6	Mercado de productos derivados	81
3.3	MERCADOS FINANCIEROS EMERGENTES	83
3.3.1	América Latina	84
3.3.2	Asia Oriental	86
3.3.3	Europa del Este	87

Capítulo 4 **MODELO DE MINSKY**

4.1	ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN	92
4.2	ANÁLISIS FUNDAMENTAL	95
4.2.1	Técnica Top-dow	96
4.2.2	Técnica Bottom-up	97
4.2.3	Variables Macroeconómicas	98
4.3	MODELO DE MINSKY	103
4.3.1	Racionalidad individual e irracionalidad grupal	104
4.3.2	Patrón clásico de un boom	107
4.3.3	Booms históricos	113

Capítulo 5 **APLICACIÓN DEL MODELO DE MINSKY**

5.1 IMPLEMENTACIÓN	118
5.2 <i>PRIMER CASO: Boom del sector empresarial tailandés, 1997</i>	118
5.2.1.1 Contexto asiático a priori	119
5.2.1.2 Análisis del boom tailandés	125
5.2.1.3 Contexto asiático a posteriori	138
5.3 <i>SEGUNDO CASO: Un nuevo boom petrolero, 2001</i>	145
5.3.1.1 Panorama de la economía mundial	145
5.3.1.2 Panorama de la economía estadounidense	153
5.3.1.3 Situación petrolera a priori	159
5.3.1.4 Análisis de un nuevo boom petrolero	162
CONCLUSIÓN	173
APÉNDICE A	175
Evolución de los principales indicadores de los mercados asiáticos 1995-1998	
APÉNDICE B	177
Importación y exportación de los países miembros de la OPEP 1995-2001	
APÉNDICE C	179
Exportación mundial de petróleo por país 1997-2001	
APÉNDICE D	180
Spot de precios de petróleo 1992-2001	
BIBLIOGRAFÍA	181

INTRODUCCIÓN

Hoy en día es común ver en los periódicos, la televisión, Internet, correos electrónicos, escuchar en la radio o a la gente hablando sobre "la globalización y sus consecuencias". Sin embargo, la mayoría ignora qué abarca este tema y cómo es que se ha venido desarrollando pues no es algo de reciente aparición.

Es un tema bastante amplio pues involucra aspectos no sólo económicos sino sociales, políticos, culturales y geográficos a nivel mundial que lo tornan complejo y polémico. Es por ello que en este trabajo se aborda únicamente el aspecto económico-financiero del proceso de globalización.

El objetivo de este trabajo es dar a conocer al lector cual es el comportamiento y la estructura que presentan los *booms*, comúnmente llamados *burbujas*. Esto, previo al análisis de las diversas estrategias de inversión que se pueden llevar a cabo en los mercados financieros haciendo énfasis en las estrategias de inversión de *Opinión Contraria*; como lo es el modelo de Minsky para los booms financieros.

Es un tema que aborda varias disciplinas que son estudiadas por los Actuarios desde los primeros semestres de su formación razón por la cual, pudo llevarse a cabo el análisis presentado en este trabajo. Cabe hacer mención que fue precisamente en una de las materias impartidas a los futuros Actuarios (Matemáticas Aplicadas II) que surgió el interés por realizar esta investigación sobre el modelo de Minsky.

Esta tesis comprende cinco capítulos. En el primero de ellos analizamos el modelo que integra actualmente la economía internacional en tres conjuntos: producción, comercio y finanzas. A partir de ello, veremos que la globalización y la regionalización no son procesos iguales ni antagónicos sino complementarios, quedando de manifiesto sus diferencias y posibles similitudes.

Una vez teniendo claro qué abarca la globalización, en el capítulo dos hacemos una reseña histórica que comprende el origen y evolución del proceso de globalización

financiera, dejando de lado todo lo referente al proceso de globalización productiva para conveniencia del presente trabajo no sin antes haber hecho una breve exposición de las acciones emprendidas por México en la misma.

El tercer capítulo nos brinda un panorama general sobre los mercados financieros internacionales y sus cambios estructurales, administrativos y estratégicos, consecuencia del impacto de la globalización. En particular, los mercados emergentes en América Latina, Europa del Este y Asia Oriental muestran claramente dichos cambios a lo largo de su desarrollo.

En el capítulo cuatro, se lleva a cabo un estudio sobre el comportamiento de los booms financieros, comúnmente atribuibles a los desajustes de la economía internacional consecuencia del actual proceso integrador de la economía mundial. Veremos que una herramienta previsor de estos booms es el modelo de Minsky, el cual, fue desarrollado a mitad de la década de los ochenta como respuesta a las condiciones de incertidumbre no cuantificables,

Finalmente, en el capítulo cinco el modelo es planteado en detalle e implementado en dos casos de sumo interés: el boom empresarial tailandés de 1977 y el boom petrolero del 2001. Cabe resaltar que se incluyen cuatro apéndices que complementan el análisis realizado en dicho capítulo.

El Apéndice A presenta la evolución de los principales índices bursátiles de los mercados asiáticos de 1995 a 1998, el Apéndice B muestra el valor de las importaciones y exportaciones de los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo de 1995 al 2001, el Apéndice C muestra el valor de las importaciones mundiales de crudo por país de 1997 al 2001 y el Apéndice D muestra el precio spot del crudo registrado en Estados Unidos y Rusia durante el período de 1991 al 2001.

Capítulo 1 INTEGRACIÓN ECONÓMICA MUNDIAL

1.1 INTEGRACIÓN

La *integración* no es un fenómeno reciente. Desde siempre, los diversos grupos humanos (clanes, reinos, haciendas, regiones o países) han establecido acuerdos de trabajo conjunto con diferentes propósitos. Sin embargo, es hasta mediados del siglo pasado cuando la integración surge como una teoría y a finales del mismo cuando se convierte en una práctica generalizada a nivel mundial por lo que la actual etapa integracionista posee características muy diferentes a las anteriores.

Hoy en día se le considera un proceso dentro del cual " ... sea cual fuere el resultado final alcanzado (parcial o total), la integración implica la adopción (sucesiva o simultánea) de medidas que tienen un propósito definido y requieren todas ellas de un periodo para madurar..."¹. Además, presenta las siguientes características:

- Es voluntaria, es decir, que la intención de compartir con otras entidades económicas, políticas comunes en busca de un desarrollo conjunto, no se ha visto violentado por prácticas de coerción militar, invasión de territorios y/o anexión; características propias de la conformación de los estados – nación, no de los bloques y regiones económicas.
- Posibilita la división internacional del trabajo, la especialización y la diversificación de las fuentes de abasto.
- Multiplica el tamaño de los mercados internos por el número de países participantes.
- No solo involucra aspectos económicos y políticos, en la integración son de vital importancia las características sociales y las prácticas culturales de cada entidad participante, ya que sin el sincretismo y la transculturación el proceso es reversible, sin importar que tan avanzado se encuentre.

¹ Guerra Borges, Alfredo. *La Integración en América Latina y el Caribe*. Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM. México. 1991.

- Posee una dualidad de proteccionismo y libre cambio. Se refiere este aspecto a que, mientras entre las entidades económicas participantes las barreras que impiden la integración (tanto comerciales, financieras o de inversiones productivas) tienden a desaparecer, la relación de ellas con el resto del mundo se vuelven cada vez más proteccionista, lo cual da razón de ser a la existencia de grupos de países y empresas.
- Es discriminatoria, en la integración participan únicamente aquellas entidades económicas (países empresas o consumidores individuales) con disposición económica para llevar a cabo los cambios infraestructurales o de elevación de la productividad y la calidad, a fin de insertarse exitosamente en el proceso; los países con estabilidad política dispuestos a emprender cambios políticos que garanticen procesos democráticos y cambios legales; así como las entidades que reditúan altos beneficios y las que a través de sus tasas de intercambio comercial sean capaces de financiar los renglones anteriores.

La economía internacional abarca tres esferas importantes: *producción, comercio y finanzas*. La integración es el proceso que da dinamismo a estas esferas vía un modelo integrador de la economía mundial, el cual, se divide en dos procesos:

1. *La globalización, orientada esencialmente hacia las áreas financieras y productivas.*
2. *La regionalización, orientada básicamente hacia el comercio.*

Con esta composición del modelo integrador de la economía mundial, queda de manifiesto que la globalización y la regionalización no son procesos antagónicos, sino complementarios. Además, ambos son procesos integradores de entidades económicas y cada uno asume los rasgos característicos descritos anteriormente para la integración, es decir, ambos son procesos voluntarios, que posibilitan la división internacional del trabajo y la especialización, permiten la diversificación de fuentes de abasto tanto de capitales como de mercancías, multiplican el tamaño de los mercados internos, poseen una dualidad de proteccionismo y libre cambio, impactan a la sociedad en sus prácticas culturales y son discriminatorios.

La diferencia entre ambos, radica en su dimensionalidad, ya que mientras la regionalización integra economías nacionales, la globalización integra entidades económicas de capital privado, por lo que, las estrategias, instrumentos y actores que participan en cada proceso también difieren en relación directa con esta dimensionalidad. De forma esquemática la estructura del modelo integrador de la economía mundial quedaría de la siguiente manera:

MODELO DE INTEGRACIÓN ECONÓMICA MUNDIAL				
<i>Proceso</i>	<i>Área de Impacto</i>	<i>Actor Dinamizador</i>	<i>Instrumento</i>	<i>Estrategias</i>
Regionalización	• Comercio	Gobiernos	Agrupación de países	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Bloques Comerciales ▪ Bloques Económicos ▪ Regiones
Globalización	• Finanzas • Producción.	Capital privado	Internacionalización de capitales	Asociacionismos empresariales <ul style="list-style-type: none"> ▪ Franquicias ▪ Licencias ▪ Otras Alianzas

Fuente: Elaboración propia

TESIS CON FALLA DE ORIGEN

1.2 REGIONALIZACIÓN

La regionalización se entiende como un proceso de integración debido a que existen metas específicas que hay que cubrir en cada una de sus etapas. Si bien estas metas no necesariamente se cumplen de forma simultánea y dependen de las características particulares de los países miembros, es importante tener presente que cada una de ellas está orientada a alcanzar el objetivo central "asegurar un mercado cada vez mayor en donde realizar las mercancías disminuyendo paulatinamente las trabas que se presentaban en el intercambio de las mismas".

La dimensionalidad de esta integración abarca los niveles macro, es decir, que quienes participan en la regionalización son las economías en su conjunto. De no ser así, los cambios estructurales que deben emprenderse no podrían llevarse a cabo. La integración regional puede ser tan sencilla como la creación de una zona

de comercio preferencial o tan compleja como una unificación económica. Los rasgos característicos de cada uno de los diferentes niveles de integración económica regional son:

1. *Zona Preferencial*

Los países integradores acuerdan únicamente darse preferencias en los aranceles a la importación sin que estos sean eliminados en su totalidad, y cubriendo un número determinado de mercancías. Podemos dar como ejemplo al grupo de países que integraron el Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT, General Agreement on Tariffs and Trade) o los que actualmente conforman el Mecanismo de Cooperación Económica Asia – Pacífico (por sus siglas en inglés, APEC). Cabe señalar la participación de México en ambas agrupaciones.

2. *Zona de libre Comercio*

Los países integrantes se comprometen, a través de la firma de acuerdos, a eliminar los aranceles para la totalidad de sus mercancías de manera gradual. Además de comprometerse la política comercial de los socios se hacen importantes cambios en la infraestructura, sobre todo la comunicación, que apoya a las actividades comerciales. Surgen los árbitros comerciales, primera forma de control y regulación supranacional. Como ejemplo de este nivel de regionalización podemos citar a los países que integran el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), México, Estados Unidos y Canadá.

3. *Unión Aduanera*

Una vez alcanzado el arancel cero en el nuevo mercado interno, los países socios acuerdan imponer el mismo nivel de aranceles para las mercancías provenientes del resto del mundo. Por ejemplo, el grupo de naciones que se encuentran en este nivel de integración, aún cuando no existen características de etapas anteriores que no han consolidado plenamente; es el Mercado Común del Cono Sur (MERCOSUR), en donde participan Brasil, Argentina, Uruguay y Paraguay.

4. *Mercado Común*

En esta etapa se liberalizan los factores de producción. El más importante de ellos es la fuerza de trabajo que tiende a una libre movilidad. Para lograr esto y asegurar la no concentración en algunas zonas en específico, se coordinan las políticas laborales y salariales en común acuerdo entre socios. Comienzan a tomar forma organismo e instituciones supranacionales que regirán y regularán las políticas industriales, comerciales, fiscales y financieras en especial. La relación del grupo con el resto del mundo se hace cada vez más proteccionista a partir de esta etapa. El aspecto cultural es un factor de suma importancia, debido a que la población debe ajustarse a las constantes migraciones de personas con costumbres diferentes a las locales. De acuerdo con las características antes señaladas, en este momento no se encuentra ejemplo alguno para este nivel de integración regional.

5. *Unión Económica*

En este nivel de integración y previa coordinación de las principales políticas macroeconómicas de los países, se plantea la unificación monetaria. En lo que respecta al Estado, se consolida la forma supranacional. Los organismos e instituciones que lo conforman tienen el peso necesario para ser escuchadas por los Estados nacionales. Aún cuando existen estos avances en la integración política y económica, la integración cultural camina más despacio. En esta etapa pueden surgir manifestaciones sociales como la xenofobia, el racismo, el nacionalismo, etcétera, que intentan mantener a sus culturas lo más lejos posible de los efectos de la transculturación y el sincretismo, dejando de lado lo cuestionable que pueda existir en sus medios para lograrlo. Sin lugar a dudas el ejemplo más claro de la integración regional lo representa la Unión Económica Europea (UEE) conformada por los siguientes países: Alemania, Australia, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Portugal, Reino Unido, Suecia.

6. *Integración Total*

Algunos autores la manejan como la sexta y última etapa de la integración regional, sin embargo, lo que se pueda decir al respecto son una serie de supuestos elaborados en base a la experiencia que hasta hoy se conoce, debido a que hasta el momento ningún grupo ha llegado hasta aquí. Lo más importante, sin embargo, sería el hecho de superar las diferencias socio-culturales que aún existen en la Unión Económica y la renuncia a la soberanía que aún mantienen los estados nacionales con el fin de fortalecer al Estado Supranacional.

1.2.1 Área de Impacto

Más adelante veremos que una de las primeras consecuencias inmediatas de la crisis de los años ochenta, fue la disminución en el flujo de mercancías. Esto se debió, en gran parte, a que no existía liquidez en el mercado, los salarios eran bajos y la producción decreció, pero también a que las mercancías que provenían del exterior incrementaron notablemente sus precios por los desplazamientos del tipo de cambio y los incrementos de los costos de exportación, siendo el costo principal el de la transportación.

Al integrarse los países lo primero que hacen es atacar esos costos a la exportación y reducir las trabas de comercio. Por la cercanía geográfica que existe entre ellos es posible reducir el costo de transporte y si a esto le agregamos la voluntad política y económica para agilizar el flujo de mercancías, el directamente beneficiado es el consumidor ya que recibe productos a menor costo e incrementa su posibilidad de elección entre los nacionales y los foráneos. Por otro lado, el vendedor puede mover sus mercancías con los mismos beneficios de los vendedores locales en cualquiera de los países integrantes, es decir, obtiene una ampliación de su mercado local.

1.2.2 Agente Dinamizador

Los cambios necesarios para adecuar las políticas y la infraestructura del país, únicamente pueden ser realizadas con una perspectiva general. Es el sujeto orientador de las políticas comerciales, en un primer momento, y del resto de las políticas macroeconómicas, según avance de la integración, el único capaz de comprometer la integración de todo un país. Hay que recordar que esta decisión debe ser una decisión consensada con toda la población. El hablar de un actor dinamizador en cada proceso, no quiere decir que el resto de los agentes económicos permanezcan inertes ante los cambios presentados, sino que es este actor quien participa directamente en un primer momento.

1.2.3 Estrategia

La estrategia es un paso entre la teoría y la política con los aspectos prácticos. De aquí se derivan de manera directa los instrumentos y responde a la necesidad básica de realizar lo más pronto posible las mercancías, a fin de recuperar de manera casi inmediata los costos y ganancias, con un bajo costo de transportación y asegurando un mercado más amplio. Para tal fin se persigue la firma de acuerdos, perfectamente con más de dos naciones, en donde se establecen compromisos explícitos de liberalización de sus mercados y de integración del resto de sus economías, cuando sus características así lo permiten, es decir, se busca crear grupos de estados comprometidos en esa aventura integracionista en donde, a pesar de todos los esfuerzos que se hagan por obtener intercambios igualitos, sigue existiendo un país eje o líder.

1.2.4 Instrumento

El instrumento es la forma concreta en la que podemos observar el proceso de regionalización, y para este caso se manifiesta en tres formas: bloque comercial, bloque económico y región económica. Para un mejor entendimiento de cada uno de ellos, comencemos por establecer la diferencia entre un bloque

y una región. Para poder definir cuando un grupo de países se conforman como bloque hay que observar cuatro aspectos básicos:

a) *Cercanía Geográfica*

El sentido de esta estrategia es reducir los costos de transportación, pero también el tiempo que tardan las mercancías en llegar a su destino final. Esto no sería posible de no existir cercanía entre los países integrantes, esta es una de las principales causas por las que el comercio multilateral practicado por el GATT deja de ser funcional dando paso al comercio por bloques, lo que además permite ampliar los mercados, sin que por ello las actividades comerciales se restrinjan a los límites marcados por el grupo.

b) *Economías Compatibles*

No todas las economías que así lo deseen están en condiciones óptimas para emprender los cambios necesarios para adecuar sus economías a las nuevas condiciones comerciales. Estos cambios vienen dados por la modernización de los medios de comunicación y transporte; los niveles de consumo de la población, ya que de nada sirve tener un gran número de habitantes si estos no tienen el poder adquisitivo mínimo necesario para agilizar el mercado; la desregulación administrativa del comercio, es decir, la eliminación de trámites burocráticos; la disponibilidad para admitir nuevas inversiones, nacionales o extranjeras, en áreas claves de la economía; la capacidad de los capitales privados por aceptar las nuevas condiciones de competencia, de calidad y de economías de escala; entre otros. Es importante señalar que las economías no tienen que estar en un mismo grado de desarrollo económico, pero sí ser capaces de soportar niveles de intercambio de mercancías y capitales, para evitar depender de las economías más desarrolladas, ya que esto en las actuales condiciones, no conviene ni unos ni a otros.

c) *Sistemas Económicos Homogéneos*

Debido a que el propósito de un bloque es el de avanzar lo más posible en la integración, la compatibilidad de los sistemas políticos es muy importante para evitar futuros conflictos. Por los niveles de soberanía que las naciones

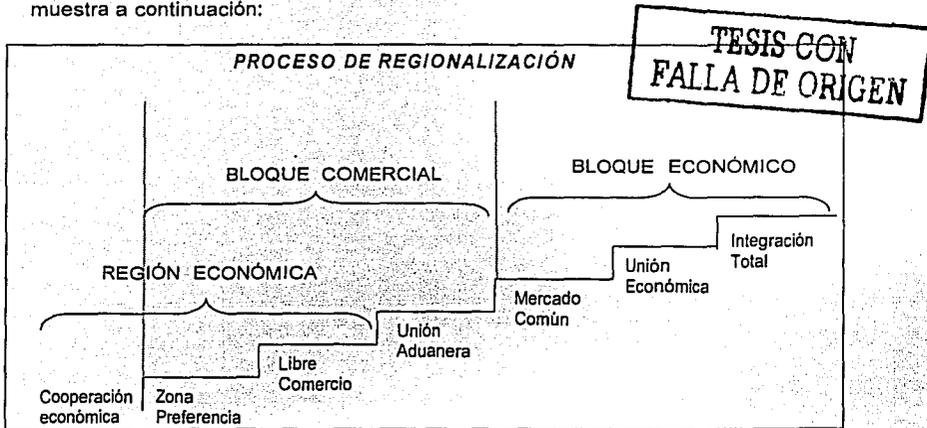
tienen que ceder en pro del beneficio del grupo, resulta difícil el que se puedan integrar economías de corte democrático capitalista, con economías totalitarias o con dictaduras capitalistas.

d) *Aceptación socio – cultural*

A pesar de las dificultades que presentan los dos puntos anteriores, es el presente el que representa el mayor problema para la conformación de un bloque, ya que sin la aceptación social el proceso de integración regional puede ser reversible en cualquiera de los niveles en que se encuentre. Dos son los fenómenos que se presentan en este proceso y que son difíciles de distinguir de inmediato en la sociedad: la transculturación y el sincretismo. La población de todos los países integrantes, se ve bombardeada de manera lenta pero paulatina, de mensajes y prácticas tendientes a promover la aceptación de nuevas formas de comportamiento, de vestido, de alimentación, de vocabulario de otros idiomas, de esparcimiento e inclusive religiosa. Estos cambios son apoyados por la publicidad y los medios de comunicación que, desde el inicio de la conformación del bloque, comienzan a trabajar; sin embargo, si estos cambios no son correctamente manejados o si la población no se decide a renunciar a sus prácticas tradicionales el proyecto de integración se interrumpe o retrocede.

La diferencia entre un bloque económico y un bloque comercial la constituye un solo aspecto: en el bloque comercial se compromete básicamente la política comercial, mientras que en un bloque económico se adecuan poco a poco el resto de las políticas macroeconómicas hasta alcanzar la integración total. Ahora bien, una región económica no necesariamente debe cumplir con estos cuatro aspectos. La región se puede conformar con países que tengan una coincidencia económica, política o geográfica, sin que exista cercanía entre ellos. Por ejemplo, los países que conforman la APEC coinciden en su salida hacia el océano Pacífico. Tampoco es necesario que sus economías sean compatibles, sus sistemas políticos homogéneos o que su población esté enterada de que sus países pertenecen a ese grupo.

Para el caso de México, la gran mayoría de la población tiene conocimiento de que pertenecemos al TLCAN, pero pocos o casi nadie conoce el hecho de que participamos también en la APEC. Otra diferencia importante radica en el hecho de que la región económica difícilmente puede avanzar más allá de una zona de libre comercio, mientras que en el bloque sí se puede pensar en una integración total. Gráficamente podemos representar estas diferencias como se muestra a continuación:



Fuente: Centro de Estudios Estratégicos Nacionales. México 2010. México. Ed. Noriega. 2000

1.2.5 México: Acciones emprendidas en la Regionalización

Antes de mencionar que acciones ha realizado México participando en la regionalización, es importante saber como se ha desarrollado el proceso de integración en América Latina, éste proceso consta de tres momentos:

- 1) Una fase de integración voluntaria, emprendida por los países centroamericanos, los caribeños de habla sajona y los sudamericanos.
- 2) Otra fase llamada revisionista, en donde se emprenden programas de reajuste a los intentos de integración iniciados en la etapa anterior.

- 3) La más reciente etapa, conocida como pragmática. Es en esta última etapa en la que México cumple un papel de suma importancia en la integración de América.

El objetivo central de la etapa pragmática es conformar el Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA, Cumbre de las Américas 1994), en donde quedaría integrado todo el continente de América (Norte, Centro, Sur y Caribe) y en el que, para lograr el enlace entre la zona norte de mayor desarrollo y la sur con un menor desarrollo, se le ha otorgado a México el papel de "país fuente", que funciona además, como filtro jerarquizador para la entrada paulatina de los países a este gran proyecto comercial.

Para efectuar tal función, desde los inicios de su apertura comercial que se dan con la entrada al GATT en 1968, pero sobre todo, desde los primeros acercamientos en 1987 con las economías del norte para constituir la zona de libre comercio del TLCAN, nuestro país a mantenido intensas conversaciones bilaterales para la firma de acuerdos de liberalización comercial con países de Latinoamérica que son, a su vez, países ejes en sus zonas.

De esta forma, en 1992 entra en vigor el Acuerdo de Complementación Económica México - Chile, en 1994 inicia el TLCAN, en 1995 inician operaciones tres acuerdos simultáneamente: México, Colombia y Venezuela (el G3), México - Bolivia y México Costa Rica y, en 1996 inician las negociaciones con El Salvador, Guatemala, Honduras, Panamá, Belice, Perú y Ecuador a la fecha. A continuación hacemos un esbozo histórico de lo que han sido estos acuerdos ya mencionados:

➤ *Acuerdo de Complementación Económica México - Chile*

Enmarcado dentro del Tratado de Montevideo de la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI, 1980), que prevé la integración de América Latina mediante acuerdos bilaterales o multilaterales y compartiendo la necesidad de una apertura comercial orientada hacia la integración del continente, el 22 de septiembre de 1991 se firmó este

Acuerdo de Complementación Económica que entró en vigor el 1º de enero de 1992. El objetivo de este Acuerdo es el intensificar las relaciones económicas y comerciales mediante la eliminación total de aranceles así como de las restricciones a las importaciones y abrir la puerta para la integración al ALCA de los países de mayor desarrollo del Cono Sur a través de Chile. A partir de su puesta en marcha se fijó un arancel al valor máximo de 10% para los productos de ambos países y, a partir de ahí, se estableció un gradual desgravación hasta conseguir el 1º de enero de 1996 un arancel del 0%.

➤ *Tratado de Libre Comercio de América del Norte*

El primer acercamiento entre Estados Unidos y México se da en 1985, pero es a partir de 1987 cuando estas dos naciones junto con Canadá inician las negociaciones formales. Los objetivos que persigue este acuerdo son eliminar las barreras al comercio; promover las condiciones para una competencia justa, incrementar las oportunidades de inversión, proteger los derechos de propiedad intelectual, establecer procedimientos eficaces para la aplicación del tratado, solucionar controversias y fomentar la cooperación trilateral, regional y multilateral, entre otros. A partir del 1º de enero de 1994 quedaron libres de aranceles el 79% de las exportaciones mexicanas a Estados Unidos. En 1999 se eliminó un 12.5% adicional, el 6.3% lo hará partir del 2004 y para el 2009 el total de exportaciones nacionales quedarán exentas de arancel. En lo que se refiere a las exportaciones mexicanas hacia Canadá la desgravación inmediata ascendió a 78.3%, para 1999 fue del 8.5%, en el 2004 el 13.2% y para el 2009 el resto. Además se buscó asegurar a la industria mexicana, otorgándole periodos de ajuste y limitando el acceso masivo de productos mediante plazos de desgravación, que se clasifican en cuatro grupos:

- Grupo A. Bienes desgravados a partir del 1º de enero de 1994.

- Grupo B. Bienes desgravados en cinco etapas anuales, quedando libres a partir de 1999.
- Grupo C. Bienes desgravados en diez etapas anuales, quedando libres a partir del 1º de enero del 2004.
- Grupo D. Bienes que se desgravan en quince etapas anuales, quedando libres a partir del 1º de enero del año 2009. A partir de esta última fecha quedará concluida la etapa de libre comercio y habrán quedado incorporados el mayor número de países al proyecto.

➤ *Tratado de Libre Comercio México, Colombia y Venezuela*

Con este tratado se pretende dirigir la integración paulatina de los países del Caribe de habla hispana al proyecto del ALCA. La elección de estos países responde a dos razones. La primera de ellas es que dentro de las islas del Caribe hispano no existe una nación con el perfil económico idóneo para liderar la integración. La segunda razón responde a la identidad cultural que la influencia de la raza negra ejerció en este grupo de países y que permitió un mayor acercamiento político. El tratado entró en vigor el 1º de enero de 1995 e incluye, también, un programa de eliminación arancelaria para el total de mercancías. En el caso especial de Venezuela se acordó excluir temporalmente el comercio de textiles. De esta forma para el año 2005, tanto Colombia como Venezuela permitirán el acceso libre de aranceles al 75 y 73%, respectivamente, de las mercancías mexicanas. Mientras que para el año 2010 se liberalizarán el 22% y el 26%. De esta manera, únicamente el 3 y el 1% de las exportaciones quedarán excluidos del trato preferencial. En materia agrícola se acordó un programa de desgravación de 10 años e incluye una lista de excepciones temporales de cada país que será revisada anualmente.

➤ *Tratado de Libre Comercio México – Bolivia*

A pesar de que los niveles de intercambio con Bolivia son mínimos, la intención de firmar este acuerdo es el de tener un acercamiento económico con los países del grupo Andino y de esta forma ir integrando a este grupo pionero de la integración latinoamericana, al proyecto ALCA. Este tratado entró en vigor, al igual que el anterior el 1º de enero de 1995 y considera la eliminación de aranceles para el 97% de los productos industriales mexicanos que se exporten a Bolivia, como tractocamiones, autobuses, camiones, auto partes, electrodomésticos, equipo de cómputo, televisores, productos fotográficos, acero, petroquímicos y fibras sintéticas. El plazo máximo de desgravación es de 15 años y entre los productos con este término se encuentran el maíz y el frijol. Además quedaron temporalmente excluidos del Tratado la carne de bovino, porcino, productos avícolas, la leche en polvo y el azúcar. Los códigos de desgravación aplicables a la mayoría de las fracciones arancelarias son las siguientes:

- *Código A.* Eliminación completa del arancel a partir del 1º de enero de 1995.
- *Código C10.* Desgravación en diez etapas anuales iguales a partir del 1º de enero de 1995.
- *Código CX.* Desgravación en quince etapas anuales a partir del 1º de enero de 1995, quedando libres de arancel el 1º de enero del año 2010.

➤ *Tratado de Libre Comercio México – Costa Rica*

Al igual que ocurre con el intercambio comercial entre México y Bolivia, los niveles de importación y exportación que se mantienen con Costa Rica son bajos. Es el tercero de los acuerdos simultáneos que entran en vigor el 1º de enero de 1995, y con su firma se pretende dirigir la integración del área centroamericana. Los efectos se han manifestado con mayor rapidez que en otras áreas y las conversaciones de México

con los demás países del área a fin de establecer un Acuerdo Generalizado de Libre Comercio con Centroamérica van por buen camino. El procedimiento seguido ha sido muy similar a los anteriores acuerdos descritos. Así, el 70% de las exportaciones mexicanas quedó libre de aranceles en 1999, un 20% adicional lo obtuvo en el año 2000 y el restante 10% lo hará para el 2005, con lo que será el programa de liberalización de menor duración a excepción de Chile.

➤ **Otros Tratados de Libre Comercio**

Existen otros Tratados de Libre Comercio importantes de mencionar:

- Tratado de Libre Comercio con Nicaragua (entró en vigor en 1998).
- Tratado de Libre Comercio con Israel (entró en vigor en el año 2000).
- Tratado de Libre Comercio con la Unión Europea (entró en vigor el año 2000).
- Tratado de Libre Comercio con el Triángulo del Norte conformado por El Salvador, Guatemala y Honduras (entró en marcha en el año 2001).
- Tratado de Libre Comercio con la Asociación Europea de Libre Comercio integrada por Islandia, Liechtenstein y Suiza (entró en vigor en el año 2001).

➤ **Otros Acuerdos**

Además de los mencionados, México tiene importantes acuerdos de integración con otros países. Enmarcados en el Tratado de Montevideo, estableció Acuerdos de Comercio Preferencial con los países integrantes del MERCOSUR (Brasil, Argentina, Uruguay y Paraguay), con Perú y Ecuador. Participa también en importantes regiones económicas a través de Acuerdos de Cooperación y de Comercio Preferenciales, tales como APEC y la Cuenta del Pacífico. Además de ser miembro de la Organización Mundial del Comercio (OMC) y del Organismo de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE).

1.3 GLOBALIZACIÓN

La globalización es el segundo componente del modelo de integración de la economía mundial, por lo que también se le define como un modelo integrador. A pesar de que la integración que se lleva a cabo aquí es de unidades económicas de capital privado de menor tamaño que de un país, su dimensionalidad es mayor que la de la regionalización, debido a que los capitales productivos y financieros no se les puede restringir con límites geográficos para emprender sus actividades. a diferencia del comercio, entre mayor y más distante sea el número de países participantes mayores serán las ganancias a obtener.

La globalización se ha manejado como un proceso en el cual cualquier entidad o sujeto económico puede participar sin restricción. El concepto que mejor refleja esta idea es el de una aldea global. Esta situación parecería un tanto imposible de alcanzar ya que implicaría la no existencia de políticas discriminatorias entre las naciones, o bien, la aplicación de las mismas ventajas para todos los países sin importar su grado de desarrollo o las características sociales que posea. Implicaría que la humanidad haya sido capaz de salvar las diferencias que han existido a lo largo de su historia. En adelante, es importante tener presente que el proceso de globalización se dirige a dos áreas: la financiera y la productiva.

Después de la segunda guerra mundial y debido a las condiciones imperantes en Japón, existía una gran diferencia entre éste y Estados Unidos en lo referente a la estructura de mercados y a la dotación de servicios. A fin de alcanzar la reconstrucción del país, el gobierno japonés se plantea el fortalecimiento del mercado interno y la protección de su industria y en ese mismo objetivo involucra a los empresarios. La industria automotriz además de la electrónica, acuden al llamado y comienzan a fabricar productos para un mercado interno cada vez más convencido de la calidad de los productos nacionales.

Este contexto permitió a los industriales experimentar diferentes formas de producción a fin de alcanzar los niveles óptimos. Pero es el modelo de producción

toyotista o de producción ajustada el que sin duda mejor refleja el éxito de esos ensayos. La globalización elabora sus principales planteamientos retomando la experiencia previa de la empresa automotriz japonesa Toyota. De acuerdo a la caracterización que de este modelo hace la Comisión Económica para América Latina (CEPAL)² son tres los elementos básicos que lo definen:

1. *Organización flexible*

Donde el trabajador recibe una capacitación múltiple, los bienes de capital pueden ser fácilmente adaptados para modificar de manera rápida varias características del producto de acuerdo a cambios de la demanda, logrando de esta forma responder a las preferencias de los consumidores.

2. *Prevención total de defectos*

Busca erradicar en el origen toda posibilidad de generación de imperfecciones, de períodos de inactividad y de interrupciones en el uso de la capacidad instalada.

3. *Concepción integral del proceso de fabricación*

Es un compromiso de mediano y largo plazo entre la industria terminal, sus empleados, proveedores y distribuidores; enfatizando la labor de equipo y una mejor jerarquización de la organización.

En contraposición con la organización vertical, propia de los grandes fabricantes de Estados Unidos, se planteó una organización horizontal con una subcontratación externa que reducía enormemente los costos de la armadora. Esta organización consistió en distribuir el proceso productivo entre diferentes empresas de menor tamaño que se convertían en proveedores de la gran armadora y con quienes no se tenía relación financiera, promovándose así el surgimiento de empresas y la generación de fuentes de trabajo que no significaban costo alguno para la armadora.

Para evitar que la falla de alguno de los proveedores pudiera interrumpir el ensamblado total, la producción de una pieza era encargado a dos o más

² CEPAL. *La inversión Extranjera en América Latina y el Caribe. Informe 1998.*

empresas. Además de acordar previamente con los proveedores el suministro en los momentos precisos y en las proporciones exactas en que serían requeridos en las distintas fases de producción de los vehículos. Esta es la experiencia productiva que para los años ochenta se adopta no únicamente por el resto de la industria automotriz, sino además por otras grandes industrias productoras.

La variante aquí es que los procesos productivos son distribuidos entre diferentes países, logrando una ventaja adicional: el conseguir que los gobiernos ofrecieran paquetes fiscales, laborales y de infraestructura, con tal de conseguir las nuevas inversiones que ofrecían estas empresas.

1.3.1 Área de Impacto

Como ya se ha citado, el comportamiento de los capitales productivos y financieros requieren de un espacio amplio en donde puedan ubicar aquellos puntos que le impliquen una mayor y más rápida capitalización de sus inversiones. Por tal motivo el proceso de globalización, al tener como objetivo la expansión de capitales por todo el mundo, representa el mejor escenario para las finanzas y la producción.

1.3.2 Agente Dinamizador

En este proceso son los capitales privados en forma de industrias, empresas, bancos, entre otros, los que permiten la fluidez de los capitales financieros y productivos a nivel mundial, debido a que son ellos los que se encuentran en posibilidad y capacidad para hacerlo, ubicándose geográficamente en el lugar en donde encuentren el máximo rendimiento. Al no involucrar a la economía en su conjunto, el papel de los gobiernos se circunscribe únicamente al aspecto legislativo que apoye la entrada de nuevas formas de inversión mundial.

1.3.3 Estrategia

El medio que los capitales, principalmente los productivos, habían utilizado para expandirse a nivel mundial, fueron las grandes empresas transnacionales. Una empresa transnacional se caracteriza, entre otros aspectos, por trasladar sus capitales e instalarse en aquel punto geográfico que haya elegido. En este caso, esta empresa se hacía cargo de toda la instalación de la nueva filial, por lo que era parte de sus activos, es decir, que era la dueña de esta nueva empresa. Los costos de operación, así como las pérdidas o ganancias obtenidas también le pertenecían. Por lo que cualquier variación en las filiales (como una huelga), afectaba directamente a la empresa matriz.

Por lo que respecta a la tecnología, existía una diferencia entre la matriz y la filial, de entre 10 y 20 años, lo que permitía que existiera en cada mercado una notable diferencia de calidad entre los productos, tratándose de la misma marca. Se puede decir que en muchos de los casos, las grandes transnacionales utilizaban a sus filiales para enviar, en forma de exportación, la tecnología ya obsoleta para ellos y así poder financiar el desarrollo de nueva tecnología, utilizada en la matriz. Aun cuando las ventajas son notorias para estas empresas, los riesgos eran también grandes.

Las características de las nuevas empresas internacionalizadas son más flexibles en lo referente a la organización y a la relación de capitales. Entre las características que marcan la diferencia con las empresas transnacionales, se encuentran:

- Las filiales pasan a ser socios.
- La relación de capitales que mantienen las empresas matrices con sus socios es de independencia.
- Por lo anterior, si alguno de los socios quiebran o tienen problemas de otra índole, esto no afecta el funcionamiento de los demás.

- Existe una división del trabajo entre los socios que lleva a una especialización en el proceso productivo mundial.
- Tanto las empresas matrices como los socios poseen tecnología igual o similar, para asegurar que todas las partes del producto sean de la misma calidad.
- Esta nueva organización del trabajo permite el surgimiento de industrias de punta, que marcan la nueva dinámica de producción mundial: biotecnología, electrónica, comunicaciones, automotriz y telemática.
- La mano de obra empleada en estas empresas posee una calificación mayor a la del resto de obreros y salarios superiores a la de muchos profesionistas de las demás industrias, lo que conlleva a una polarización de los trabajadores.
- No existen límites para las inversiones.
- Se da una organización horizontal y flexible.
- El costo de la tecnología que se exporta a los nuevos socios incrementa, reeditando mayores ganancias para la empresa matriz.

1.3.4 Instrumento

Es la forma concreta que adopta la globalización, que permite, una vez identificada la posibilidad de que cualquier sujeto económico que cuente con las posibilidades y capacidades para hacerlo, pueda participar en el proceso. Existen dos tipos básicos de asociaciones entre empresas:

- 1) Las que establece una empresa con sus proveedores, con sus clientes o con ambos al mismo tiempo.
- 2) Las que establecen competidores o rivales directos, quienes en lugar de establecer una guerra comercial como lo hacían anteriormente, ahora se reparten el mercado.

En el primer tipo de asociacionismo encontramos empresas como las automotrices, mientras que empresas como Philips y Siemens, Canon y Kodak

por ejemplo, han crecido notablemente en los últimos años siguiendo el segundo tipo de asociación.

1.3.5 México en la Globalización Productiva

El inicio de la década de los noventa marca la reinserción de América Latina a los mercados financieros internacionales, y principalmente a la captación de Inversión Extranjera Directa (IED), superando el desplazamiento que durante la década pasada había sufrido en favor de los países asiáticos. Durante la primera mitad de esta década, México fue el principal captador de IED en el área latinoamericana seguido por Chile y Argentina. Sin embargo, ya para la segunda mitad, a pesar de que la captación de inversiones seguía concentrada en tres países, México es desplazado por Brasil.

La estrategia utilizada por las empresas extranjeras para ingresar a estos países fue la expansión y diversificación de sus inversiones a través de algún tipo de asociacionismo empresarial con empresas locales. Estos asociacionismos tomaron dos formas básicas: fusiones y adquisiciones. En orden de importancia le siguieron:

- Los contratos de manufactura (predominantes en la industria automotriz).
- Las franquicias (que encontraron un campo propicio para su expansión en el sector servicios).
- La participación minoritaria (frecuente en el sector bancario), la distribución cruzada (instrumento básico para el comercio).
- Las alianzas para un fin determinado de corta duración y, finalmente,
- Las empresas que continuaron con prácticas de transnacionalización tradicional (Bimbo).

**Principales Adquisiciones de Empresas Nacionales por parte de Empresas Extranjeras
1997**

Vendedor	Sector	Comprador	País de origen	% de capital extranjero
Iusacell	Telecomunic.	Bell Atlantic	EU	100
Cifra S.A.	Comercio	Wall Mart Stores, Inc.	EU	50
Cigarrera La Moderna	Tabaco	British American Tobacco	Reino Unido	100
Satélites Mexicanos	Telecomunic.	Loral Space Communications	EU	75
Panam Sat	Telecomunic.	Hughes Communications	EU	55
Grupo Modelo	Bebidas	Anhuser - Busch	EU	37
Cigaterm	Tabaco	Philips Morris Internal	EU	21
Loreto y Peña Pobre	Celulosa y papel	Procter & Gamble	EU	100
Vitro	Minería	Unimim Corporation	EU	100
Grupo MVS	Telecomunic.	Hicks, Muse, Tate & Furst	EU	20
Metalasa	Automotores	Tower	EU	40
Femsa - Cerveza	Bebidas	John Labatt Ltd.	Canada	8
John Deere	Maquinarias	Industrial John Deere	EU	100
Corporación Mobilcom	Telecomunic.	Nextel Communications	EU	77

Fuente: CEPAL. *La inversión Extranjera en América Latina y el Caribe. 1998*

Para 1997 las fusiones y adquisiciones de empresas en América Latina representaron el 13% de total mundial y constituyeron alrededor del 40% del ingreso neto de IED en América Latina. Los inversionistas internacionales se interesaron en comprar empresas locales en cuatro países, básicamente: México (32%), Argentina (25%), Brasil (22%) y Chile (10%). Mientras que en el resto del área adquirieron el restante 11%.

De acuerdo con cifras presentadas por la Secretaría de Comercio y Fomento Industrial (SECOFI) y el Banco de México, de mediados de los años ochenta a la fecha, más de la mitad de la IED se ha dirigido al sector manufacturero, principalmente a la industria maquiladora. Las inversiones se concentraron en la rama de maquinaria y equipo, sobre todo de las industrias automotriz y electrónica, que en su mayoría producen mercancías destinadas a la exportación. Así como también en alimentos, bebidas y tabaco.

FLUJOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA A MÉXICO 1980 - 1996									
País	Promedio Anual		Flujo Anual						
	1980 - 89	1990 - 96	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Alemania	60	64	172	86	106	1	79	-17	21
Bélgica	-2	47	21	53	40	-23	17	182	43
Dinamarca	1	9	14	-	-	3	-4	34	19
España	21	86	37	15	21	46	184	207	94
Finlandia	0	1	3	0	-	-	0	-	2
Francia	13	81	56	11	22	33	34	180	232
Italia	3	-9	1	-1	-79	8	7	-12	12
Países Bajos	2	77	139	29	102	2	-3	230	41
Reino Unido	34	108	48	69	201	66	64	125	181
Suecia	-5	8	-	-9	-6	25	12	32	3
Unión Europea	128	473	490	252	407	161	390	961	647
Suiza	-	34	-	-	-	83	61	-3	97
Estados Unidos	357	2478	1940	2183	1320	2516	3674	2955	2747
Japón	84	136	159	92	101	12	518	129	-61

Fuente: IRELA. *Fering Directy Investment in Latin America in the 90's. Madrid, 1996.*

De acuerdo con la SECOFI (hoy en día Sistema Nacional de Información e Integración de Mercados), durante la segunda mitad de la década de los noventa la IED correspondiente a fusiones y adquisiciones sobrepasó el 55% del total de inversiones, concentrándose en los subsectores de telecomunicaciones (38%); bebidas y tabacos (30%); comercio (15%), banca y seguros (6%) y otros (11%). Las inversiones efectuadas por la empresas extranjeras estuvieron orientadas al incremento de la eficiencia del sistema de producción y a lograr el acceso a mercados internos con gran potencial de crecimiento.

Además de estas empresas que han efectuado adquisiciones recientes, hay que resaltar la presencia de un grupo adicional, que ha incrementado su participación de capital sin llegar al 100%, principal propósito de las empresas internacionalizadas. Entre ellas están la Canadian Pacific Ships del Reino Unido que participa con un 50% en Transportación Marítima Mexicana; Coca Cola Corp. de Estados Unidos que participa con un 50% en Fomento Económico Mexicano; Alpek S.A. de Alemania, con participación del 50% en Folióles;

Grupo Mexinox S.A. de copropiedad Alemania - España, con participación del 66% en Mexinox y subsidiarias, entre otras.

Es importante también resaltar que muchas empresas asiáticas, entre las que sobresalen Daewoo, Electromcs, Samsung, Matsushita y Computer Internacional Acer han anunciado nuevas inversiones en territorio mexicano en los renglones de equipos de oficinas, productos magnéticos, fotocopiadoras, televisores, computadoras y equipos telefónicos.

Por otro lado es interesante observar cómo las empresas de naciones en desarrollo, principalmente las latinoamericanas, están ingresando con gran éxito a este movimiento internacional de capitales, estableciendo alianzas con empresas en otros países, incluidos los desarrollados. De las empresas mexicanas internacionalizadas hasta 1997 sobresalen:

- Cemex que es el tercer productor mundial de cemento.
- Vitro, tercera fábrica de vidrio a nivel mundial y propietaria de Anchor Glass y Latchford Glass.
- Grupo Bimbo, que ofrece 800 productos diferente desde Estados Unidos hasta Argentina, posee 15 mil vehículos; 400 mil puntos de venta y cubre 16,500 rutas de distribución al día, teniendo como su mayor ventaja su sistema de distribución. Además es propietaria de las marcas Marínela, Barcel y Ricolino. Cuenta con una reserva de 100 millones de dólares obtenidos de la venta de 60 millones de acciones en el mercado de valores.
- Las empresas de telecomunicaciones, especialmente el Grupo Televisa y TV Azteca, quienes han adquirido canales de televisión en Centro y Sudamérica.

Capítulo 2 GLOBALIZACIÓN FINANCIERA

2.1 PROCESO DE GLOBALIZACIÓN

Después de la Segunda Guerra Mundial, fue el comercio internacional el que impulsó la economía global. A continuación, veremos como este impulso demostró la superioridad del modelo capitalista y proporcionó la prosperidad como base para los desarrollos tecnológicos, lo que a su vez dio por resultado la calma sorprendentemente pacífica del colectivismo. Comenzaremos por definir qué es el proceso de integración financiera.

En una revista especializada en política mundial encontramos una definición enfocada a las finanzas que define a la globalización como "la integración de mercados nacionales asociada con la innovación y desregulación de la época de la posguerra, manifestada por el aumento de los flujos de capital transfronterizos"³. A partir de esta definición, enfocada al área financiera, desglosaremos como ha sido su evolución.

Resulta importante notar que a pesar de la importancia del comercio en el proceso de globalización financiera hay varios aspectos del proceso: ideas, información, capital, bienes y servicios, y personas; que al analizarlos hacen evidente la complejidad del proceso.

- *Ideas*

Después del colapso del muro de Berlín el día 9 de noviembre de 1989, las ideas de la economía de mercado y la democracia derrotaron a la principal idea competidora llámesele comunismo (colectivismo totalitario) o socialismo (colectivismo democrático), ideas que se están "globalizando" cada vez más. Posteriormente del cambio de régimen político en Europa del Este y la Unión de Repúblicas Socialistas Soviéticas (URSS), hay pocos países que

³ Cohen Benjamín J. "*Phoenix Arisen: The Resurrection of Global Finance*". Word Politics 48, Enero 1996.

conservan un régimen colectivista. Aun cuando lo hacen, como es el caso de la República Popular de China, intentan combinar un sistema político colectivista con un sistema económico capitalista. En muchos casos, la introducción del sistema capitalista viene acompañada por una apertura comercial y financiera, desregulación, privatización en el ámbito económico y democratización en ámbito económico aunque, esto no es una regla.

- *Información*

La información se ha globalizado por los avances tecnológicos, principalmente en las áreas de telecomunicación (donde los satélites han revolucionado la comunicación telefónica como televisiva) y la computación (donde las computadoras personales han revolucionado la productividad de los trabajadores del conocimiento). Los avances en los sistemas de telecomunicación enlazan a los participantes del mercado por todo el mundo, dando como resultado que las órdenes puedan ejecutarse en segundos. Los avances en la tecnología de las computadoras que se adaptan a sistemas de telecomunicación avanzados, permiten la transmisión de información sobre precios de valores y otras informaciones importantes en tiempo real, a muchos participantes de distintos lugares. Los multimedia y el Internet representan la cada vez mayor integración de las tecnologías de computación, telecomunicación, y medios de información.

- *Capital*

El capital se globaliza por la cada vez mayor facilidad tecnológica de hacer transferencias electrónicas entre países y continentes, así como por la disponibilidad de información cada vez más completa y oportuna (y sistemas para procesarla) sobre una cantidad cada vez mayor de países. Al globalizarse el capital (los inversionistas), se globalizan también las empresas con inversiones directas (empresas trasnacionales), las empresas con inversiones financieras (los administradores de inversiones), y las instituciones financieras que proporcionan servicios financieros (bancos, aseguradoras).

- *Bienes y servicios*

El comercio de bienes y servicios fue el primer aspecto de la globalización en manifestarse después de la Segunda Guerra Mundial, con la hegemonía estadounidense, y el establecimiento de organizaciones para el comercio mundial como el Acuerdo General sobre los Aranceles Aduaneros y el Comercio.

- *Personas*

La globalización se facilita si las personas tienen mayores posibilidades de viajar e interactuar. En la época de la posguerra, este fenómeno se ha dado como resultado de la expansión del comercio y, con el avance tecnológico de los medios de transporte, por la expansión masiva del transporte comercial.

2.2 ANTECEDENTES

Hablar de mercados financieros necesariamente implica recordar la historia de los últimos cincuenta años, comenzando por los acuerdos que se negociaron en 1944 en la localidad de Bretton Woods, New Hampshire (Estados Unidos), en el Hotel Mount Washington. La Segunda Guerra Mundial provocó un choque en la conciencia de las naciones seguido de un nuevo espíritu de cooperación. Las potencias ganadoras tomaron la decisión de establecer un nuevo orden económico mundial, el cual, tomó su forma definitiva en la Conferencia de Bretton Woods en la que participaron 44 países.

Algunas de las propuestas negociadas en dicha conferencia se dieron durante la guerra cuando el gobierno del Reino Unido pidió al famoso economista John Maynard Keynes, algunas ideas para la elaboración de un sistema financiero internacional de posguerra. Desde el principio Keynes tomó muy en cuenta la actitud que Estados Unidos tendría respecto a sus ideas porque había viajado a Washington para negociar un acuerdo de préstamos (conocido como el *Lend Lease Agreement*) que proveyó al Reino Unido de dinero y materiales esenciales para el esfuerzo bélico.

Cuando Keynes estuvo en Washington los estadounidenses insistieron en incluir en el acuerdo de préstamos un artículo que estipulaba que después de la guerra el Reino Unido no discriminaría las exportaciones de Estados Unidos recurriendo a los controles sobre los movimientos comerciales o sobre capitales. Así, al comenzar su proyecto de un sistema financiero para la posguerra, Keynes sabía que tenía que acomodar en el a los estadounidenses y permitir el intercambio relativamente libre de bienes y capitales. Sin embargo, en sus borradores Keynes trató de evitar los riesgos de un sistema que permitía una circulación de capitales demasiado libre, así como una especulación en demasía, pues ambas habían contribuido a la crisis de 1929 y a la gran Depresión.

Entonces, antes de la Conferencia Bretton Woods, Keynes escribió varios borradores para lo que en inglés llamó "international clearing union" o una mancomunidad de compensación internacional. Su intento fue diseñar un sistema que permitiera minimizar los riesgos perturbadores de la planificación nacional. Su sistema sería distinto del viejo patrón oro porque frente a los desequilibrios de las balanzas de pagos las naciones acreedoras tendrían que ajustarse y no únicamente los países deudores. El plan Keynes se centraba en la creación de una nueva moneda internacional, el "*bancor*", que se usaría para los pagos internacionales, sin necesitar de reservas de oro.

Keynes también quería una nueva Organización Internacional de Comercio que, entre otras cosas, sostendría los precios de las materias primas. Además previó un programa de ayuda a los países en vías de desarrollo a base de préstamos con bajas tasas de interés. Keynes identificó uno de sus borradores como "un plan de desarme financiero". Su visión fue audaz, sin embargo, lo que surgió de la Conferencia de Bretton Woods fue muy diferente. En las palabras de Michael Moffitt: "El factor decisivo en Bretton Woods no fueron los méritos intelectuales del plan de White (Harry Dexter White, el negociador en jefe estadounidense) contra el plan de Keynes, sino la realidad del poder americano".⁴

⁴ Michael Moffitt. *The World's Money: International Banking from Bretton Woods to the Brink of Insolvency*. Nueva York. 1938.

Como gran deudor al fin de la guerra el Reino Unido no tenía otra opción que adaptarse a los deseos de su acreedor más importante. Es importante saber que Keynes no fue el único que tuvo que modificar sus planes. El borrador inicial de White proponía que el control nacional sobre los ingresos de capitales sería necesario para todo miembro del Fondo Monetario Internacional (FMI)). White aun proponía prohibir el traslado internacional de capitales sin la aprobación del gobierno, del país del que proviniera.

Cuando los banqueros privados de Nueva York se enteraron de eso, presionaron al secretario del Tesoro Henry Morgenthau a fin de que ordenara a White modificar su plan para que permitiera una circulación más libre de capitales. Sin embargo, inicialmente el Fondo Monetario Internacional (permitía el uso de controles para los flujos de capitales internacionales. Muchos países continuaron utilizando los controles durante los años setenta y ochenta.

Aunque las ideas de Keynes no fueron adoptadas en Bretton Woods sus posturas modificaron los términos del debate. Un tema fundamental de discusión en Bretton Woods trató sobre si las naciones tendrían acceso a los préstamos del FMI como quería Keynes o se agregarían condiciones como quería White. Los negociadores llegaron a un término medio que dejó el tema sin aclarar en los lineamientos finales del acuerdo, aunque estaba implícito un condicionamiento.

Keynes y White dieron posteriormente interpretaciones diametralmente opuestas. Keynes regreso a su patria y dijo al Parlamento que el uso de créditos del FMI no acarrearía una intervención extranjera en la dinámica de la política económica en el Reino Unido. Dijo que era exactamente lo opuesto al patrón oro. White, por su parte, escribió en una revista que el FMI obligaría a los países a adoptar medidas que con el patrón oro habrían sobrevenido de manera automática.

Finalmente la interpretación que prevaleció en los Acuerdos Bretton Woods fue la White. La base de los acuerdos fue que "dollar as good as gold". En los estatutos del FMI se estableció que los países tenían la opción de defender su tipo de

cambio o asegurar la conversión de su moneda en oro, a un tipo de cambio fijo. Estados Unidos fue el único país que eligió la segunda opción. En 1947, mediante una carta del secretario del Tesoro se aseguró que cada dólar presentado se cambiaría por oro, a un tipo fijo de 35 dólares por una onza de oro; tipo de estabilización propuesta en 1933 por el presidente en turno de los Estados Unidos, Roosevelt.

2.2.1 Sistema de Bretton Woods (1944 – 1971)

El sistema Bretton Woods tenía como objetivo impulsar el crecimiento económico mundial, el intercambio comercial entre las naciones y la estabilidad económica tanto dentro de los países como a nivel internacional. Los principales acuerdos planteaban lo siguiente:

1. Paridades fijas

Los países se comprometían a establecer tasas de cambio fijas en el corto plazo, con márgenes de fluctuación estrechos de más o menos 1%, es decir, establecida la paridad, podía esta fluctuar en 1% por encima o por debajo de ella como máximo. Al acercarse a estos límites, debían intervenir los Bancos Centrales comprando o vendiendo su propia moneda para llevar el cambio a la paridad preestablecida. El único país que no quedaba obligado a intervenir era Estados Unidos.

2. Limitada convertibilidad

La convertibilidad en oro de las monedas quedaba reservada solamente a las autoridades monetarias, es decir, entre Bancos Centrales. Sin embargo, como el dólar americano se fijó a una paridad constante (35 dólares por onza de oro) y Estados Unidos vendía o compraba oro a dicho precio sin limitaciones, el dólar americano se transformó en una moneda fundamental para tener acceso al oro sobre todo en circunstancia de post guerra en que los países necesitaban paulatinamente volver a formar sus reservas internacionales.

3. *Convertibilidad entre las monedas*

Los países no deberían poner restricciones a la convertibilidad de sus monedas con las de otros países, ni establecer medidas de control de cambios que dificultaran dichas operaciones, todo ello en el marco de un acuerdo de comercio multilateral sin restricciones. Este acuerdo se fue aplicando paulatinamente, debido a que los países se habían quedado sin reservas después de la guerra y no tenían, por lo tanto, disponible para jugar en una libre convertibilidad; por lo que las medidas de control de cambio se fueron levantando paulatinamente.

4. *Creación del Fondo Monetario Internacional*

Para que este sistema funcionara, se requería de un organismo internacional que estableciera formas de cooperación y asesoría en materias monetarias a los países, por ello se creó el Fondo Monetario Internacional (FMI), con funciones y poderes específicos que debían garantizar el cumplimiento de las normas acordadas en lo referente al comercio y las finanzas internacionales y establecer facilidades de crédito para los países con dificultades temporales de balanza de pagos.

5. *Crear una base de reserva*

Para que los países que participaban en Bretton Woods pudiesen cumplir con los acuerdos, interviniendo en los mercados de cambio manteniendo su paridad y respetando la convertibilidad entre las monedas, necesitaban reconstruir sus reservas internacionales. Como una forma de facilitar este proceso, se estableció un sistema de suscripción al FMI, asignándole a cada país una cuota que reflejaba la participación relativa de cada uno en el comercio mundial. Esta cuota debía cancelarla cada país al FMI en un 75% en su moneda nacional y en un 25% en oro. Esta cuota servía también para determinar el derecho a créditos para cada país, teniendo posibilidades de crédito por un 25% de su cuota en forma prácticamente automática, y del 25 hasta un 125% de la cuota, con grados crecientes de dificultad, en donde el FMI podía establecerle al país solicitante algunas condiciones en

su política económica para otorgárselo. Los países amortizaban sus préstamos recomprando su moneda al FMI, hasta que este poseyera no más de 75% de la cuota. El fondo solo aceptaba las monedas de las cuales poseía menos del 75% de las cuotas de los países respectivos. Las amortizaciones debían hacerse en un período de 3 a 5 años.

Dicho sistema se complementó al fundar el Banco Mundial (1944), creado para financiar el desarrollo a largo plazo otorgando créditos a escala mundial, pero muy especialmente a los países en vías de desarrollo. Poco después, en 1947 en la Conferencia Arancelaria de Ginebra se firmó el Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio (en inglés, General Agreement on Tariffs and Trade, GATT), el principal logro de este acuerdo fue la creación de un foro internacional dedicado al aumento del comercio mundial.

El GATT entró en vigor en enero de 1948, y se fueron adhiriendo paulatinamente más países. Los miembros del GATT han llevado a cabo, desde 1947, ocho conferencias arancelarias, denominadas "rondas". La séptima ronda, conocida como Ronda Tokio, finalizó en 1979. La octava conferencia arancelaria, denominada Ronda Uruguay, se inició el 15 de septiembre de 1986 y se clausuró el 15 de diciembre de 1993, con un acuerdo que incluía la sustitución del GATT por la Organización Mundial del Comercio a partir del 1 de enero de 1995.

2.2.2 Funcionamiento del Sistema de Bretton Woods

Durante los primeros veinticinco años de su vigencia, el sistema de Bretton Woods tuvo un gran éxito, fue uno de los factores más importantes del auge económico de la posguerra. Sin embargo, la liberalización comercial no fue seguida de inmediato por la liberalización de los flujos de capital. Se permitieron restricciones a las transacciones en la cuenta de capital para evitar movimientos desestabilizadores.

A pesar de su enorme éxito inicial el sistema padecía de algunos defectos de diseño que hacían inevitable su colapso, además, no todo funcionaba como había sido previsto. En materia de ajuste de los tipos de cambio, por ejemplo, los países industrializados en desequilibrio se oponían a modificar el valor de sus monedas. En cambio, los países en vías de desarrollo devaluaban con demasiada frecuencia sus monedas.

Hacia 1965 la tasa de ganancia de capital estadounidense tendió a la baja, durante los años precedentes una parte significativa de ella se invirtió en América Latina, pero este mercado se comenzó a saturar rápidamente, especialmente porque el bajo nivel de los salarios no permitía que la población comprase más y más los productos estadounidenses.

El capital estadounidense respondió a lo anterior con la Inversión Extranjera Directa, especialmente en Europa; al mismo tiempo, la balanza externa de Estados Unidos empezó a presentar dificultades (como la disminución de sus avances tecnológicos respecto a Europa y la Guerra de Vietnam 1959-1975). A pesar de ello, las empresas de ese país pudieron realizar sus IED porque todo el mundo aceptaba que se pagara en dólares, aunque no fuera un verdadero medio de pago, ya que un dólar fuera de Estados Unidos era sólo un reconocimiento de deuda.

El gobierno de Francia utilizó esa IED para modernizar ciertos sectores de su economía y, a partir de ese momento, acumuló dólares. En 1966, pidió a Estados Unidos que se los cambiara en oro, según lo prometido en 1947. En un primer momento, Estados Unidos se negó, porque sus reservas de oro habían disminuido desde hacía varios años. La decisión diplomática fue larga, pero Estados Unidos tuvo que reconocer la promesa de 1947. Sin embargo, al mismo tiempo declaró que era la última vez que acataría su promesa de esa manera con cualquier otro país.

En febrero de 1967 el presidente del Bundesbank (Banco Central de Alemania, creado en 1957) dio su acuerdo a Estados Unidos. Ahí puede ubicarse el fracaso de Bretton Woods, desde ese momento el dólar ya no fue tan bueno como el oro (*as good as gold*), y se inició un proceso acumulativo. El desequilibrio de la balanza estadounidense pudo crecer sin límites y con ello provocó el desajuste, en sentidos diversos, de la mayoría de las balanzas de otros países, de tal manera que la masa mundial de los pagos monetarios creció muy rápidamente.

Con ello, los bancos tenían masas crecientes de liquidez internacional y buscaron usarlas para procurarse ganancias, el procedimiento más simple era transferirlas de un país a otro, modificar los tipos de cambio y beneficiarse de las primas de cambio o de los diferenciales de los tipos de interés.

En 1968 se estableció un sistema de dos mercados de oro, uno oficial y otro *negro*. El precio oficial del oro se utilizaba tan sólo en las transacciones entre los bancos centrales. El precio de mercado de oro fue determinado por las condiciones de demanda y oferta, muy por encima del precio oficial. Para resolver los problemas que se presentaban constantemente, el FMI tuvo que hacer ajustes y modificaciones a su funcionamiento, por ejemplo, hubo varios aumentos de cuotas al fondo, se renovaron los Acuerdos Generales para Solicitar Crédito y los préstamos normales fueron complementados por los acuerdos *Stand by* y *Swap*.

Para resolver el problema de escasez de oro, en 1970 se crearon los Derechos Especiales de Giro (DEG) como unidad alternativa de reserva. El valor de un DEG es el promedio ponderado de las cinco monedas más importantes: el marco alemán, el franco francés, el yen japonés, la libra esterlina y el dólar estadounidense

2.2.3 Colapso del Sistema de Bretton Woods

A medida que Estados Unidos demostraba su incapacidad para reducir sus déficit y que gran cantidad de dólares no deseados se acumuló en manos extranjeras, se perdió la confianza en el dólar y el sistema se derrumbó. En 1971 las expectativas de devaluación del dólar provocaron una gran fuga de capitales de Estados Unidos. A finales de ese mismo año, en un intento por salvar el sistema de Bretton Woods el llamado Grupo de los diez (G-10), formado por Estados Unidos, Inglaterra, Alemania, Japón, Francia, Italia, Bélgica, Canadá, Grecia y los Países Bajos, se reunieron en el Instituto Smithsonian de Washington en Estados Unidos y firmaron un acuerdo que constaba de los siguientes acuerdos:

- 1) Mantener el régimen de paridades fijas de Bretton Woods, pero ampliar el margen de fluctuaciones del mas menos 1% al mas menos 2 ¼ %.
- 2) Establecer paridades realistas con respecto a ese momento, produciéndose reevaluaciones con respecto al dólar, entre un 8 y 12 por ciento según la moneda.
- 3) Estados Unidos aceptaba subir el precio oficial del oro de 35 dólares la onza a 38 dólares la onza (en febrero de 1973 volvió a ajustar el precio oficial del oro a 42.22 dólares la onza).

Aunque los otros países plantearon la necesidad de que el dólar estadounidense volviera a establecer la convertibilidad al oro, este planteamiento no fue aceptado por Estados Unidos. El Acuerdo Smithsonian tuvo pocos resultados, en 1972 la libra esterlina entró nuevamente en un régimen de flotación y para marzo de 1973 los principales países adoptaron los tipos de cambio flexibles con la esperanza de recuperar la autonomía en las políticas nacionales (al menos elegir su propia tasa de inflación) y disponer de un mecanismo que permitiera el reequilibrio automático de la balanza de pagos, y así garantizar el equilibrio externo de los países.

Desde el principio del periodo, la inestabilidad o volatilidad fue característica de la evolución de los tipos de cambio. Además, los tipos de cambio no solo se movían con suavidad sino que sus fluctuaciones parecían excesivas, apareciendo los llamados *overshooting* (desbordamiento o sobreacción de los tipos de cambio, que obliga a reajustes posteriores en sentido opuesto). Para algunos, esto fue prueba del fracaso de los tipos de cambio flexibles, sin embargo, hay que tomar en cuenta que los tipos de cambio flexibles tuvieron que enfrentar importantes perturbaciones en la economía mundial como lo fue el shock petrolero de 1973 y el de 1979.

2.2.4 Crisis de la Deuda (1973 –1985)

Al liberarse el precio del oro se convirtió en un índice del poder de compra del dólar, cuanto más inflación hubiera en Estados Unidos, más subiría el precio del oro. Así que ya no se podía decir que el oro subió porque el dólar bajo; un alza en el precio del oro representaba una baja del dólar (y viceversa), un fenómeno era lo inverso del otro. Para finales de 1972 el oro ya estaba en un nivel de 60 dólares, 71% arriba del nivel de 35 dólares en el cual se había mantenido durante veinticinco años después de Bretón Woods.

En la década de los años setenta dos crisis hicieron que los precios del oro y de la plata llegaran a niveles nunca antes vistos. La primera fue a finales de 1973 como consecuencia de la guerra de Yom Kippur entre Israel y Egipto (octubre de 1973), los árabes miembros de la OPEP decidieron boicotear a los países que apoyaban a Israel. El resultado fue una alza en los precios del petróleo de 3 a 12 dólares en un plazo de sólo seis meses.

Como Estados Unidos es el mayor exportador de petróleo del mundo, este aumento en el precio del petróleo tuvo un efecto importante en su tasa de inflación. La única forma de protegerse contra la pérdida del poder de compra del dólar fue la compra de metales o de otras divisas. Por otro lado, parte del enorme aumento de ingresos de los países productores de petróleo (los

llamados petrodólares) se invirtió en metales, ya que hubo menor confianza en el dólar.

Finalmente la incertidumbre política a nivel internacional ocasionada tanto por la guerra como por el boicot hizo que los metales se volvieran atractivos como inversión de fuga (*flight capital*) frente a tantos problemas políticos y económicos. El resultado combinado de todos estos factores fue un alza explosiva de los precios de los metales, llegando el oro a un nivel máximo de 200 dólares y la plata a 6 dólares en 1974. Estos niveles representaron un aumento de aproximadamente cinco veces respecto a sus precios fijos de las dos décadas anteriores de 35 y 1.29 dólares respectivamente.

Podemos decir que la abundancia de liquidez permitió el alza del petróleo (era necesario procurarse dólares para pagarlo) y ello dio a los banqueros la primera oportunidad de colocar su liquidez (préstamos de eurodólares a los compradores del petróleo los cuales se transferían a los productores de petróleo, con lo que se convertían en petrodólares, para señalar el cambio de propietarios). Pero la debilidad del sistema financiero de los países productores de petróleo no permitía valorizar los petrodólares en él y sus poseedores estaban obligados a colocarlos en el sistema financiero occidental. Los bancos volvieron al punto de partida.

Desde el lado de la oferta la mayoría de los países productores nacionalizaron su producción de crudos, o bien suspendieron las concesiones de explotación de sus yacimientos otorgadas décadas antes, procediendo seguidamente a modificar las condiciones de los contratos de entrega a las compañías occidentales que exportaban sus crudos. A la vez, surgieron nuevos países productores que estaban en condiciones de lanzar cantidades crecientes de crudos al mercado internacional a través de sus compañías nacionales.

Desde el lado de la demanda, muchas refineries que se dedicaban a la producción de derivados petrolíferos, igual que las empresas estatales

dedicadas a la importación de crudos, buscaron la forma de garantizar sus compras con precios más estables y en plazos establecidos. Así fue como las grandes petroleras tuvieron que modificar sus condiciones de compra venta y no pudieron evitar la aparición de un grupo de intermediarios expertos deseosos de aprovechar los resquicios creados por las condiciones de un mercado volátil, confuso y desorganizado.

La segunda crisis fue ocasionada en el mercado mundial petrolero por la revolución iraní en 1979, se conjugaron los mismos factores de alzas explosivas en el precio del petróleo, aumento de inflación en Estados Unidos y crisis geopolítica. El asalto a la embajada estadounidense en Teherán el 4 de noviembre de 1979 y la invasión rusa a Afganistán el 26 de diciembre del mismo año representaron una agudización de tensiones internacionales que no se habían visto desde 1973.

En enero de 1980 los dos metales llegaron a su nivel máximo en todos los tiempos, el oro a 850 dólares y la plata a 50 dólares la onza. Desde principios de 1979 el oro había subido de 200 a 850 dólares (4.5 veces), pero la plata había subido mucho más de 5 a 50 dólares, o sea diez veces. No fue sino hasta marzo del mismo año cuando se aclaró el porqué del alza desproporcionada del precio de la plata.

Al caer el metal el 27 de marzo ("*jueves negro*"), de 23 a 11 dólares en un día, se reveló que unos tejanos, los hermanos Hunt, aunados con unos inversionistas sauditas, habían comprado a futuro un acervo enorme de plata (hasta 200 millones de onzas), el cual no estaba en condiciones de pagar. De la misma manera que sus compras habían impulsado el mercado para arriba, el rumor de la posible venta forzada de una gran parte de sus tenencias empujó al mercado de la plata hacia abajo.

El segundo shock de 1979, tras el derrocamiento del "*sha*" de Persia y el estallido de la guerra Irán - Irak, estimuló más la proyección exportadora de

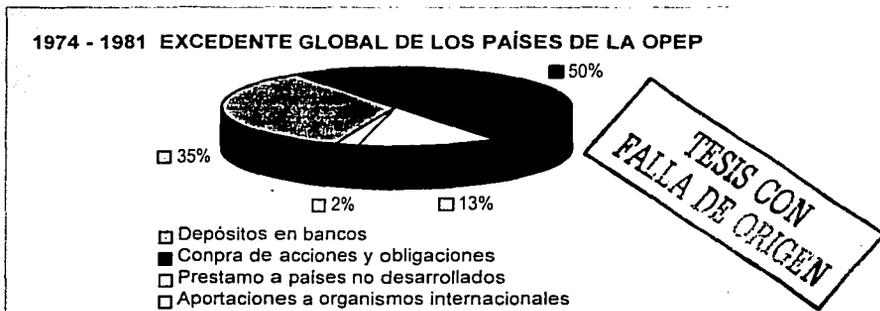
México y de países como Egipto, Malasia, Angola y China. Las grandes compañías petroleras optaron entonces por ampliar sus formas de venta al contado, en tanto que los múltiples intermediarios existentes y las agencias estatales de los países exportadores apostaron por los contratos a plazo y de futuros.

Se originó así una centuplicación de las operaciones comerciales de compra venta de crudos, que generalmente requerían la utilización o el respaldo de grandes volúmenes de capital para participar en esos negocios. Una misma partida del producto era objeto de un gran número de transacciones efectuadas a través de intermediarios que en muchos casos no tenían ningún vínculo directo con el petróleo, pero que estaban dispuestos a aprovechar las expectativas de lucro que se presentaban mediante la compra de importantes cantidades de crudos que posteriormente vendían a un precio superior.

En el transcurso de esas operaciones se fue reduciendo el margen de beneficio por unidad, de modo que la posibilidad de obtener importantes ganancias se cifraba en la magnitud global de las compras y ventas y en las formas financieras fijadas en los contratos para protegerse frente a diversas contingencias en cuanto a las variaciones de los tipos de cambio, los plazos de entrega de los suministros, las formas de pago y otras.

El sistema financiero tuvo que *reciclar* los importantes fondos que se transfirieron a los países exportadores de petróleo (en particular los dirigentes árabes), los petrodólares. Lo hizo buscando las colocaciones más rentables, que resultaron ser no las de los países más industrializados en recesión, sino las de países en desarrollo. Las fuertes subidas de los precios de los crudos iniciadas en el último trimestre de 1973 dieron lugar a que la balanza por cuenta corriente de esos países petroleros registrase grandes superávits que en su mayor parte fueron colocados en bancos occidentales.

Según el FMI, entre 1974 y 1978 el saldo excedente global de los países de la OPEP fue de 170 000 millones de dólares y, después del segundo shock, entre 1979 y 1981, el saldo alcanzó otros 225 000 millones de dólares. El reciclaje de aquella enorme cantidad de petrodólares aportó una gran liquidez a los bancos europeos y estadounidenses. De acuerdo con el FMI, entre 1974 y 1981 las salidas de capital desde los países de la OPEP superaron los 460 000 millones de dólares; de ellos 160 000 millones se colocaron como depósitos en los bancos occidentales; 230 000 millones se destinaron a la compra de acciones y de obligaciones (públicas y privadas), a la concesión de créditos bilaterales y al a realización de inversiones directas en países occidentales; 60 000 millones fueron prestados a países no desarrollados; y los otros 10 000 millones fueron aportados a los organismos internacionales (FMI y Banco mundial).



Datos tomados de: Sassen Saskia. *La Ciudad Global*. Nueva York. 1999

De ese modo, los depósitos de dólares en los bancos occidentales experimentaron un gran aumento en unos años en los que la demanda de créditos por parte de las empresas y familias era bastante débil como consecuencia de la fase recesiva que atravesaban sus economías. En esas circunstancias, la estrategia de los bancos consistió en facilitar la demanda de crédito proveniente de los gobiernos occidentales que tenían dificultades presupuestarias, así como de los gobiernos y empresas pertenecientes a

ciertos países no desarrollados cuyas economías ofrecieran ciertas garantías como prestatarios.

Se trataba de países petroleros que disponían de divisas (México, Venezuela, Argelia) o de países que venían experimentando altas tasas de crecimiento económico y que precisaban de ahorro externo para seguir sosteniéndolo (Corea del Sur, Filipinas, Brasil, Argentina, Chile y Perú), o bien de países de Europa del Este que iniciaban su apertura externa (Polonia y Hungría). Así fue como un grupo de países no pertenecientes al selecto "club" de las economías desarrolladas encontró alicientes para endeudarse ante una amplia oferta de préstamos, que eran concebidos a unos tipos de interés ciertamente bajos y que estaban denominados en dólares cuando la moneda estadounidense estaba sometida a un persistente proceso de depreciación.

Se produjo entonces un gran apogeo de los préstamos internacionales, ampliándose el mercado de eurocréditos, contando con la participación de los países no desarrollados, que concentraron aproximadamente la mitad del total de préstamos concedidos durante la segunda mitad de los años setenta. Consecuentemente, la deuda externa a medio y largo plazo de esos países, que había aumentado entre 1970 y 1975 desde 66 000 hasta 162 000 millones de dólares de dólares, se aceleró durante la segunda mitad de la década hasta alcanzar los 470 000 millones de dólares. De estos casi 225 000 millones correspondían a los países latinoamericanos frente a los apenas 30 000 millones de deuda en 1972.

La segunda oportunidad para los poseedores de la liquidez fue el endeudamiento de las empresas que buscaban modernizarse, resistir a la competencia del exterior, conquistar nuevos mercados extranjeros, o desplazar sus actividades hacia países con salarios bajos. Ese endeudamiento fue un tanto más fácil porque la abundancia de liquidez ocasionaba una fuerte inflación y, por lo tanto, la baja de las tasas de interés real.

Al mismo tiempo las empresas más débiles cerraban, generando un desempleo creciente y las primeras tensiones deflacionarias, sin embargo, el aumento de las tasas de interés estadounidenses en 1979 condujo a que las empresas evitaran endeudarse, lo que elevó de nuevo la liquidez. Los bancos volvieron por segunda vez, al punto de partida. En ese momento, los estados las empresas y los hogares estaban endeudados, sólo la periferia estaba relativamente poco endeudada.

Entonces, tiene que ser; en los países del centro se constituye una alianza circunstancial entre los tres grupos dominantes, a cada uno de los cuales interesaba sólo alguno de los diversos efectos de los préstamos: a las instituciones financieras obtener beneficios con los préstamos, a las empresas, la búsqueda de nuevos consumidores por medio del endeudamiento, y a los gobiernos del centro, reducir el crecimiento del desempleo. Durante la segunda mitad de los años setentas se endeudó a la periferia, ésa fue la segunda oportunidad para los que detentaban la liquidez.

Se dice a veces que el aumento del tipo de interés estadounidense (y con ello el tipo de cambio del dólar) en 1979 fue la causa o bien, el detonador de *la crisis de la deuda* que explotó en julio de 1982, a raíz de que México se declaró incapaz de pagar los vencimientos en las fechas previstas y de que muchos países le siguieron. En efecto, era incuestionable desde el inicio del endeudamiento que el pago de la deuda era imposible: si un país se endeuda en monedas convertibles, debe pagar la deuda en ellas, lo que sólo puede suceder si su balanza comercial con los países del centro mantiene un superávit, lo que exige a su vez un déficit de la balanza de esos países.

Pero los "acreedores" endeudaron a los "deudores" de manera deliberada, con el propósito de vender sus productos y de colocar su liquidez, no para comprar a los endeudados. El hecho es que cuando los más de cien países deudores buscaron aumentar sus exportaciones se enfrentaron a tres obstáculos: todos los deudores, que no venden más de unos quince productos diferentes,

entraron en competencia unos con otros, de tal manera que los precios descendieron y cuando lo hicieron aún más, los deudores tuvieron que vender más, en un proceso acumulativo.

Así, desde 1980 a 1987 el poder adquisitivo de las exportaciones de la periferia disminuyó 33%, las empresas del centro que no fabricaban los productos comprados por la periferia y que estaban en la competencia con los productos de esos países, se protegieron de las importaciones periféricas; de ahí el aumento de proteccionismo en el centro. El FMI fue imponiendo, en el marco de los Programas de Ajuste Estructural, la apertura de las naciones deudoras a las importaciones procedentes de todo el mundo, incluidas las de los países del centro, lo que aumentó una vez más la dificultad de alcanzar un superávit comercial y, por lo tanto, de pagar la deuda.

Cuando la crisis de la deuda estalló, los bancos decidieron suprimir todo préstamo a cualquier país de la periferia e interrumpieron en seguida todas las inversiones ya iniciadas: edificios sin techo, rutas o vías férreas interrumpidas en medio de los campos, etc. No obstante, hubo que rembolsar los gastos comprometidos como deuda, aunque se hubieran vuelto inútiles. De un lado fue un despilfarro exorbitante a cargo de los deudores, de otro, por tercera vez, los bancos de los países del centro volvieron al punto de partida. Fue un cambio decisivo porque no existía otro potencial deudor.

2.2.5 Proceso de Coordinación Internacional

La respuesta de los acreedores fue ambivalente, por una parte actuaron con pragmatismo ante la evidencia de que sus deudores eran insolventes para afrontar aquellas obligaciones financieras. Por esa razón, aceptaron el inicio de rondas de negociación con cada uno de los países en los que iban concediendo sucesivas moratorias a corto plazo, que eran prorrogadas periódicamente. En el *Club de París* estaban organizados los acreedores

públicos (gobiernos y agencias estatales) y en *Club de Londres* estaban representados los bancos y otros acreedores privados.

Considerando los quince países con mayores deudas, el monto total se elevaba a 348 000 millones de dólares de los que menos de la tercera parte había sido contraída con acreedores oficiales y más de las dos terceras partes con acreedores privados. Por otra parte, los acreedores seguían exigiendo que las negociaciones solamente abordasen el modo en que los deudores podían cumplir con sus pagos. En palabras del entonces secretario del Tesoro norteamericano, Donald Regan, la deuda era un problema de los prestatarios y no de los prestamistas.

Consecuentes con ello, para iniciar las negociaciones en los clubes de París y Londres, los acreedores exigían que cada país hubiera acordado previamente con el FMI la puesta en marcha de programas de ajuste que garantizaran su solvencia financiera en un futuro. Sin embargo, el planteamiento de aquel dirigente estadounidense no podía ocultar una realidad fehaciente que afectaba a la situación interna de su economía, puesto que la crisis de pagos de los deudores, en particular la deuda contraída por los países latinoamericanos, era también un problema de los acreedores, y más concretamente de los grandes bancos estadounidenses, que eran precisamente los que habían concedido los mayores préstamos en el intervalo de 1977 a 1982.

En ese período de tiempo el monto total de la deuda de los países no desarrollados con los bancos estadounidenses se había duplicado, pasando de 66 000 a 132 000 millones de dólares, de los cuales más del 60% correspondían a préstamos otorgados a países latinoamericanos, el 17% era préstamos dirigidos a países asiáticos y otro porcentaje similar se destinó a los países miembros de la OPEP, correspondiendo el 5% restante a países de Europa del Este. El problema no residía sólo en la elevada magnitud de la

deuda, sino en que ésta se hallaba muy concentrada en un pequeño número de grandes bancos comerciales.

En 1982 más del 60% de la deuda latinoamericana pertenecía a nueve bancos, que eran precisamente los más importantes de Estados Unidos⁵: Bank of America, Citibank, Chase Manhattan Bank, Morgan Guaranty Trust, Manufacturers Hanover, Continental Illinois, Bankers Trust, First National Bank of Chicago y Chemical Bank. Otro 20% de la deuda correspondía a un grupo de otros quince bancos, acentuando aún más el grado de concentración de las entidades acreedoras. La dimensión de esa deuda superaba holgadamente al capital social de cada uno de esos bancos, por lo que la insolvencia de los deudores constituía una seria amenaza para la estructura bancaria estadounidense.

La dinámica abierta tras el estallido de aquella crisis y la perspectiva de corto plazo adoptada por los acreedores y por los organismos internacionales tuvieron una notoria influencia sobre el escenario financiero internacional. En primer lugar, la crisis frenó la concesión de nuevos préstamos internacionales por parte de los bancos privados, reorientando sus créditos hacia los países desarrollados. La concesión de nuevos préstamos privados a los países no desarrollados se redujo drásticamente y los bancos privados se limitaron a negociar el reescalonamiento de los pagos de la deuda anterior.

En segundo lugar, la política económica exigida a los países con los que se negociaba el reescalonamiento de la deuda, contribuyó decisivamente al desarrollo de los mercados financieros nacionales y a su integración en los mercados financieros internacionales. Los programas de ajuste propugnados por el FMI se basaban sistemáticamente en cinco aspectos:

- a) Políticas monetarias contractivas, basadas en altos tipos de interés.

⁵ Ibidem.

- b) Contención de las rentas salariales.
- c) Disminución de los gastos estatales y privatización de empresas públicas.
- d) Liberalización interna de las relaciones comerciales y financieras.
- e) Liberalización exterior de las relaciones comerciales y financieras.

Los programas de ajuste estaban orientados al restablecimiento de los equilibrios monetarios internos y externos para lograr que los agentes económicos se avinieran a mantener una férrea disciplina financiera, aunque las medidas aplicadas operasen en detrimento de sus capacidades de inversión (empresas), de consumo (familias) y de demanda pública (gobiernos). Por ese motivo, la contendencia con que los gobiernos de muchos países latinoamericanos y algunos países asiáticos realizaran esos programas (como condición imprescindible para acceder a la renegociación de los pagos de la deuda) dio lugar a una fuerte contracción productiva interna, acompañada de un notable empobrecimiento de la renta de amplias capas de la población y de un notorio menoscabo de la participación estatal en la economía.

La imposición de esa estrategia económica originó que en México, Brasil, Argentina, Chile y, en menor medida, en otros países latinoamericanos y asiáticos, se fuera configurando un escenario financiero cada vez más importante, estimulado mediante:

- 1) Las medidas liberalizadoras.
- 2) La privatización de empresas públicas.
- 3) El crecimiento de la deuda pública, emitida en grandes volúmenes para financiar el déficit fiscal.
- 4) La mayor actividad financiera de las grandes empresas nacionales, a través de la emisión de obligaciones y de la cotización en la bolsa de sus acciones.
- 5) La conexión con los mercados financieros internacionales.

Así, la expansión de estos mercados financieros domésticos y su apertura externa dio lugar a que los grandes inversores internacionales encontraran un nuevo espacio en la geografía mundial en el que podían extender sus operaciones financieras para alcanzar nuevos beneficios. En tercer lugar, la crisis de la deuda fue el motivo encontrado para dotar al FMI de una nueva función en el concierto mundial. Sin reglas monetarias comunes que vigilar, la labor encomendada por Estados Unidos y otros países, fue la de supervisar las políticas económicas que los gobiernos deudores tenían que llevar a cabo para el saneamiento monetario y financiero de sus economías, con el fin de garantizar que en el futuro podrían pagar sus deudas.

Una función ciertamente ajena al propósito fundacional de aquella institución, dedicada ahora a la realización de actividades netamente financieras y monetariamente orientada a la imposición de programas de ajuste. En cuarto lugar, la crisis de la deuda fue uno de los factores que determinaron la introducción de reformas profundas en el sistema bancario estadounidense. En 1989 el valor nominal de la deuda de los países no desarrollados con los bancos estadounidenses todavía superaba en un 40% al valor de su capital social. Además, la difícil posición financiera en la que se encontraban los grandes bancos estadounidenses se vio agravada por una creciente competencia desatada desde las instituciones financieras no bancarias que iban entrando en los mercados de depósitos y préstamos que hasta entonces habían controlado los bancos comerciales.

En el año de 1989, ante el *impasse* en el que se encontraba la situación financiera externa de los países deudores, el secretario del Tesoro estadounidense Nicolás Brady propuso un nuevo planteamiento del problema. Manteniendo los criterios anteriores, que se basaban en la implementación de programas de ajuste monetario y de liberalización interna y externa, a cuyo cumplimiento se condicionaba la concesión de nuevos préstamos, la propuesta de Brady pretendía implicar en mayor medida al conjunto de la comunidad

financiera internacional en la búsqueda de variantes que diversificaran las consecuencias de la carga financiera.

Viendo la evolución posterior de los acontecimientos, parece claro que lo que Brady defendía era la necesidad de que los países no desarrollados que hubieran logrado un equilibrio macroeconómico básico y que dispusieran de un cierto potencial económico pudieran acceder a los mercados internacionales de capital, lo cual significaba que esos países debían reformar y liberalizar su sector financiero para integrarse a los mercados internacionales.

Esto es lo que, de hecho, fue ocurriendo tanto en América Latina como en Asia desde finales de los años ochenta y en el transcurso de la década de los noventa, sumándose a ellos más recientemente varios países de Europa del Este que llevan a cabo su proceso de transformación económica. A partir de entonces, han surgido nuevos mercados financieros a los que se les han llamado "emergentes". Algunos de estos países considerados actualmente emergentes son: México, Brasil, Venezuela, Argentina, Chile, Filipinas, Indonesia, Malasia, Hong Kong, Singapur, Corea del Sur, Taiwán, China, Hungría, Polonia, Rusia, Croacia, Estonia, Lituania y otros países.

Idéntico sentido tenían las propuestas de Brady referidas a la posibilidad de efectuar nuevas programaciones de la deuda mediante una diversificación de sus modalidades, con la intención de reducir su cuantía. Entre otras variantes, existía la opción de recompra de la deuda (*buy back*) por parte de los gobiernos en unos mercados secundarios que desde el estallido de la crisis iban desvalorizando su cifra nominal, sin embargo, los gobiernos mostraban temor ante el hecho de que si realizaban una recompra parcial de esa deuda entonces podría detenerse la caída de su cotización, de modo que la parte no adquirida volvería a elevar su valor.

Otras variantes eran la conversión de la deuda en nuevos préstamos o en inversiones directas y en cartera mediante su canje por nuevos activos de

empresas públicas puestos en valor a través de los programas de privatización. También surgieron iniciativas que ofrecían la compra de una parte de la deuda a capitales nacionales que previamente habían sido evadidos desde esos países hacia el exterior, a cambio de legalizar su retorno. Por último, no se descartaba la posibilidad de condonar una parte de la deuda pendiente a los países más pobres o bien a aquellos que mostraran una mayor disposición para afrontar las variantes planteadas para reducir su deuda, como sucedió por ejemplo con unos 6 000 millones de dólares de la deuda polaca condonados en 1993.

En consecuencia, aunque sin resolver, el problema de la deuda se ha ido difuminando en un sinfín de variantes que suponen una mayor inserción financiera de esos países en los mercados internacionales de capital. Ese proceso ha permitido diversificar y ampliar el número de acreedores, reduciendo su grado de concentración, mediante la obtención de nuevos créditos, recompras, intercambios de deuda por divisas y por activos privatizados. Por otra parte, en la medida en que se profundiza la expansión de los sectores financieros nacionales, se produce el acceso a los mercados internacionales de los países que presentan ventajas interesantes para los grandes agentes que intervienen en esos mercados además de presentar ciertos signos de solvencia.

Por consiguiente, los países que no disponen de esa solvencia básica ni tienen contrapartidas que ofrecer, sólo pueden ofrecer las líneas oficiales de crédito otorgadas por ciertos países occidentales y por ciertos organismos internacionales, quedando a merced de las condiciones impuestas para su concesión y sabiendo que, en el mejor de los casos, la utilización de esos préstamos puede permitirles que asienten las bases monetarias y financieras que les permitan más adelante integrarse en los mercados privados internacionales. Esa es la labor de supervisión y preparación que tiene asignada el FMI en el desarrollo de sus relaciones con los gobiernos

latinoamericanos, asiáticos y este – europeos a través de los programas de estabilización, liberalización y apertura externa.

2.2.6 Liberalización y desregulación del sector financiero

En buena medida, la desregulación norteamericana y también la británica determinaron la postura liberalizadora de los restantes países desarrollados para evitar que sus empresas e instituciones financieras quedasen en desventaja con respecto a las pertenecientes a esos mercados. Los partidarios de la liberalización no hacían más que defender las ventajas que acarrearía para la competencia y la eficiencia en la función de intermediación del sistema financiero, así como para el aumento del ahorro y la inversión, la estabilidad monetaria, el descenso de los tipos de interés y la gestión global de la economía.

Se insistía en ello (y se sigue insistiendo en la actualidad) haciendo caso omiso de una realidad económica que ponía de manifiesto como el ahorro y la inversión declinaban, los mercados financieros se hacían cada vez más inestables y los tipos de interés reales seguían siendo elevados. De espaldas a esa realidad, las tesis liberalizadoras proseguían con sus hipótesis, contando con el apoyo de los grandes poderes económicos transnacionales, incluyendo a organismos como el FMI y la OCDE.

La senda desreguladora fue seguida por la mayoría de los gobernantes europeos y americanos, secundados por ciertos dirigentes asiáticos, promoviendo una competencia a la baja, merced a la cual los gobiernos han entrado en pugna por llevar cada vez más lejos la eliminación de cautelas y restricciones sobre la concesión de préstamos, la emisión de títulos, las operaciones bursátiles, las garantías de los productos financieros, los sistemas de arbitraje, la entrada y salida de capitales, el control de cambios, la fiscalidad sobre las rentas de capital, etc.

En Estados Unidos, la mayoría de su legislación financiera databa de los primeros treinta años del siglo pasado, cuando el *New Deal* de Franklin D. Roosevelt estableció un conjunto de reglamentaciones con el fin de garantizar la integridad y la estabilidad del sistema financiero y la protección de los depositantes e inversores. Después surgió una normativa basada en la experiencia de la crisis de 1929, dispuesta a corregir los defectos que presentaban un sistema bancario muy desorganizado y unos mercados proclives a las prácticas especulativas.

En un sentido más amplio, el proceso de desregulación del sector financiero se inició en los Estados Unidos inmediatamente después del primer shock petrolero, cuando en enero de 1974 la administración republicana redujo los controles que existían sobre los movimientos de capital extranjero, con la intención de atraer a los inversores árabes que habían logrado grandes excedentes a través de la exportación de crudos. Al año siguiente, se adoptaron nuevas medidas como fue la abolición de la norma que instituía el cobro de una comisión fija para los corredores de bolsa, con el fin de conceder una mayor flexibilidad a la actividad financiera interna.

En un sentido más estricto, el asalto contra la reglamentación *New Deal*, que había estado vigente durante casi medio siglo, se produjo durante el mandato de Ronald Reagan, prolongándose a lo largo de los años posteriores hasta hoy en día. En 1980 se aprobó la *Depository Institutions Desregulation and Monetary Control Act* que redujo los niveles de reservas obligatorias que debían mantener los bancos y propuso la eliminación paulatina de la Cláusula Q, que establecía topes sobre los rendimientos de los depósitos en bancos, desapareciendo también las normas que establecían criterios restrictivos para la realización de determinadas operaciones de crédito por parte de los bancos comerciales.

Después de estas modificaciones, la *Garn-St Germain Act* procedió del mismo modo con las normas que limitaban las operaciones de préstamo de las *Saving*

c *Loans* que implicasen ciertos riesgos. Esas desregulaciones fueron justificadas en aras de dotar al sector bancario de una mayor competencia para lograr una mayor eficiencia en sus actuaciones. El proceso de liberalización no consistió únicamente en la eliminación de trabas legales, sino también en una actitud práctica de las grandes fuerzas que operaban en los mercados de dinero, títulos y divisas, dispuestas a desarrollar sus operaciones financieras hasta el límite de lo permisible o incluso más allá en algunos casos, con el fin de crear un espacio económico sin interferencias.

Así fue como un grupo de establecimientos no bancarios comenzaron en 1982 (antes de la eliminación definitiva de la cláusula Q) a abrir cuentas de depósitos que ofrecían altos rendimientos y garantizaban la posibilidad de lograr una inmediata liquidez. Tal actitud orillaba varias de las normas vigentes, referidas unas a los topes sobre los tipos de interés y las condiciones de liquidez de los depósitos, y otras a la especialización que debería existir entre las instituciones bancarias que operaban en el mercado de dinero y las instituciones no bancarias que lo hacían en los mercados de capitales.

El proceso se repitió en los mercados de acciones y obligaciones. A mediados de la década de los ochenta quedaron abolidas las normas que limitaban el tipo de empresas que podían cotizarse en la bolsa, así como las condiciones para que pudieran cotizarse en las bolsas extranjeras. En el caso de las obligaciones, ante la evidencia de que las innovaciones introducidas en el mercado internacional eludían los controles nacionales, en 1984 se procedió a eliminar la retención que pesaba sobre los propietarios extranjeros de bonos emitidos por empresas norteamericanas, permitiendo también que esas empresas vendieran eurodólares directamente en el extranjero (como de hecho venía sucediendo).

Se trataba de un espaldarazo legal a un proceso que ya existía y que dio lugar a una gran expansión de las operaciones financieras efectuadas por las firmas

transnacionales. Otros ámbitos en lo que se abrió paso la dinámica liberalizadora fueron los concernientes a la supresión de restricciones para que los bancos comerciales y otras instituciones (como las compañías de seguros o los fondos de pensiones) pudieran intervenir en los mercados de valores, así como la eliminación de las garantías que debía tener la emisión de títulos por parte de las empresas.

El panorama financiero se fue alterando en profundidad con la aparición de nuevas empresas financieras, nueva forma de emisión de obligaciones, nuevos contratos bursátiles, el desarrollo de los mercados de futuros y más tarde de los mercados de opciones y un sinfín de otras novedades promovidas en el conjunto del sector financiero.

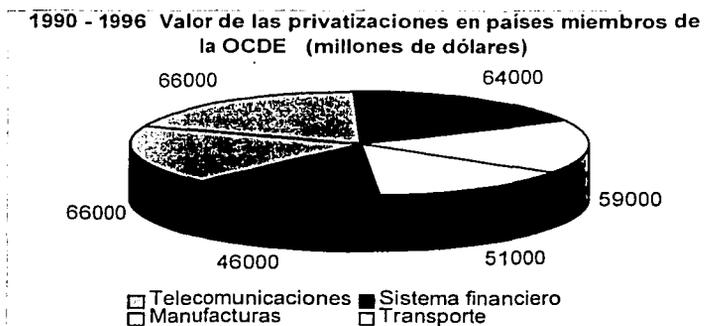
Las actividades financieras se amplificaron vertiginosamente no sin pagar fracturas serias como fueron la crisis de las cajas de ahorro, la quiebra de centenares de bancos comerciales y la quiebra bursátil en octubre de 1987, que sintomáticamente urgieron al gobierno republicano a establecer nuevas formas de intervención federal mediante la *Financial Institution Reform Recovery and Enforcement Act*, en 1989, y la *Federal Deposit Insurance Corporation improvement Act* en 1991.

Se fijaron entonces nuevas cautelas en el funcionamiento de las bolsas y se procedió a la concesión de grandes recursos públicos para sanear los bancos y las cajas de ahorro privadas. El proceso desregulador en el ámbito financiero quedó entrelazado con las medidas liberalizadoras que se adoptaron en otros sectores que habían estado controlados por el gobierno, como eran las telecomunicaciones, el transporte aéreo, la distribución comercial, etc. y los productos energéticos, sobre todo el gas natural y el petróleo.

Durante el período comprendido de 1990 a 1996, el valor de las privatizaciones llevadas a cabo a escala mundial se acercó a los 475 000 millones de dólares, de los cuales las tres cuartas partes (380 000 millones) han correspondido a

los países miembros de la OCDE y la otra cuarta parte (120 000 millones) a otros países de América latina, Asia y Europa del Este.

Los sectores que han registrado las mayores cifras de privatización han sido los de telecomunicaciones y finanzas, seguidos por los de manufacturas, transporte y servicios públicos. En la siguiente gráfica se presenta el valor de las empresas privatizadas en cada sector durante los primeros seis años de la década de los noventa.

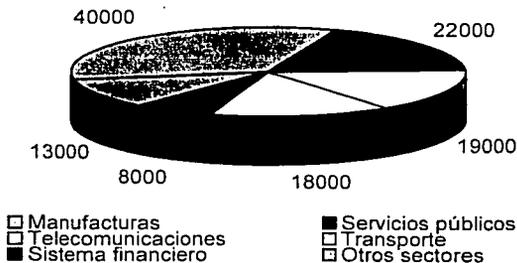


Datos tomados de: Sassen Saskia. La Ciudad Global. Nueva York. 1999

En el caso de los países que no son miembros de la OCDE, el sector manufacturero ha sido el que ha presentado una mayor dimensión privatizadora, seguido por los servicios públicos, las telecomunicaciones y los transportes. La distribución sectorial durante el mismo periodo se presenta en la siguiente gráfica.

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

1990 - 1996 Valor de las privatizaciones en países no miembros de la OPEP (millones de dólares)



Datos tomados de: Sassen Saskia. La Ciudad Global. Nueva York, 1999

La amplitud de esos programas de privatización dio lugar a un fuerte crecimiento de los mercados de acciones y de la actividad bursátil debido al gran tamaño y al carácter estratégico de los establecimientos privatizados. Se creó así un estímulo todavía mayor para la realización de operaciones financieras que, generalmente, superaron los límites de los mercados nacionales, alcanzando una dimensión internacional a través del incremento de las inversiones directas o en cartera, y de la emisión de acciones internacionales.

Al cabo de los años, los sistemas financieros más liberalizados son los anglosajones (Estados Unidos, Gran Bretaña, Canadá, Australia), si bien el contenido de la unión monetaria europea conduce (como de hecho viene ocurriendo desde la firma de los Acuerdos de Maastrich en 1991) a la paulatina eliminación de cuantos elementos normativos o fiscales puedan obstaculizar la plena libertad de movimientos de los capitales a escala continental.

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

3.1 ESBOZO CONCEPTUAL

Es importante saber que cualquier economía de un país dado tiene dos tipos de mercado:

- 1) El mercado para productos (Servicios y bienes manufacturados).
- 2) El mercado para factores de producción (Capital y mano de obra).

Una parte del mercado de factores es el mercado financiero. Entendemos por mercado financiero, el *mecanismo o lugar* a través del cual se produce un intercambio de activos financieros y se determinan sus precios. Las principales funciones con las que debe cumplir un mercado financiero son las siguientes:

- Poner en contacto de manera ágil y eficiente a los oferentes y demandantes de recursos financieros.
- Ser un mecanismo apropiado de fijación de precio de los activos.
- Proporcionar liquidez a los activos.
- Reducir los plazos y los gastos de intermediación.

" Un mercado eficiente implica la ordenación del comercio de acuerdo con el precio, un bajo costo de la transferencia física, indagación e información y una amplia disponibilidad de ofertas de compra y venta a un precio cercano al precio corriente de mercado. Cuanto menores sean las comisiones de los corredores y las diferencias entre los precios de compra y venta de los agentes mediadores, menores serán las fluctuaciones de precio entre una y otra transacción y mayor el volumen de comercio, y más eficiente será un mercado determinado⁶, es decir, la eficacia de un mercado financiero está en razón directa al incumplimiento de las funciones antes mencionadas.

⁶ Kaufmann, G. *El dinero, el sistema financiero y la economía*. Ed. IESE, Universidad de Navarra, 1978.

En consecuencia, un mercado se vuelve más profundo, amplio y flexible cuanto más rápida y barata sea la información que del mismo reciban los agentes participantes y cuanto más rápida y fácilmente puedan éstos actuar de acuerdo con la información recibida. Podríamos decir que las características que convertirían a un mercado en perfecto serían la amplitud, la transparencia, la profundidad y la flexibilidad del mismo.

Hay muchas formas para clasificar un mercado financiero por ejemplo, por el tipo de obligación financiera, como mercados de deuda y mercados de acciones o bien, por aquellos que tratan con obligaciones recientemente emitidas llamados mercados primarios y aquellos que intercambian obligaciones previamente emitidas conocidos como mercados secundarios. A continuación se presenta un cuadro con las diversas clasificaciones de un mercado financiero:

MERCADOS FINANCIEROS	
▪ <i>Clasificación por la naturaleza de la obligación:</i>	Mercado de Deuda Mercado de Acciones
▪ <i>Clasificación por vencimiento de la obligación:</i>	Mercado de Dinero Mercado de Capitales
▪ <i>Clasificación por madurez de la obligación:</i>	Mercado Primario Mercado Secundario
▪ <i>Clasificación por entrega inmediata o futura:</i>	Mercado Spot o en efectivo Mercado Derivado
▪ <i>Clasificación por estructura organizacional:</i>	Mercado de Subasta Mercado de Mostrador Mercado Intermediado

3.1.1 Clasificación de los mercados financieros globales

Los mercados financieros globales pueden considerarse como el mercado financiero de un país, consistiendo este en un mercado Interno y un mercado externo. A continuación aparece una presentación esquemática, desde la perspectiva de un país dado.



Fuente: *Elaboración propia*

El *mercado interno* puede dividirse en dos partes: el mercado doméstico y el mercado extranjero. El mercado doméstico es donde los emisores que habitan en un país emiten valores, y esos valores se comercian subsecuentemente. El mercado extranjero en cualquier país es donde los valores de los emisores que no habitan en el país se venden y se comercian.

Las reglas que gobiernan la emisión de valores extranjeros son aquellas impuestas por las autoridades reglamentadoras de donde se emiten los valores. El *mercado externo*, permite el comercio de valores con dos características distintivas:

- 1) ofrece la emisión de valores de manera simultánea a inversionistas en varios países y
- 2) son emitidas fuera de la jurisdicción de cualquier país.

Debido a la globalización de los mercados financieros por todo el mundo, las corporaciones de cualquier país buscan que conseguir fondos no se limite a sus mercados financieros ni tampoco a los inversionistas de un país o a los activos financieros emitidos en sus mercados domésticos; buscan no limitarse.

En resumen, los factores que llevan a la integración de los mercados financieros son la desregulación o liberalización de los mercados y de las actividades de los participantes en el mercado en los principales centros financieros del mundo, los avances tecnológicos para monitorear los mercados mundiales, ejecutar órdenes y analizar las oportunidades financieras y la institucionalización cada vez mayor de los mercados financieros.

La mejora en el poder de cómputo permite manejar, de manera instantánea, la información de mercado en tiempo real, para que puedan identificarse las oportunidades de arbitraje. Una vez que estas oportunidades se reconocen, los sistemas de telecomunicación permiten la rápida ejecución de órdenes para su captura. Por lo tanto, un sinnúmero de inversionistas pueden monitorear los mercados globales y, simultáneamente, calcular la manera en que esta información impactará en el perfil riesgo (retorno de sus carteras).

3.1.2 Mercados financieros organizados

Un mercado financiero es organizado si reúne las siguientes condiciones básicas:

1) Un foro de operación.

El foro puede ser físico, electrónico o telefónico, como en el caso de la Bolsa Mexicana de Valores, el sistema Nasdaq o el mercado internacional de eurobonos; respectivamente.

2) Intermediarios autorizados.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

Los intermediarios son los que están autorizados para realizar operaciones de compraventa en el foro de operación. Por ejemplo una Casa de Bolsa (o especialista) o un corredor.

3) Reglas

Para la inscripción inicial y para la fijación de precios del instrumento que se comercia en operaciones de compraventa, existen reglas para su pago o entrega posterior y para la difusión de información acerca del instrumento.

4) Autoridades

Las autoridades son las que vigilan el cumplimiento de las reglas para la admisión de intermediarios o instrumentos al mercado. Dichas autoridades, pueden ser elegidas por el gobierno o por los propios intermediarios, o ambos.

El mercado de valores en México es un ejemplo de un mercado organizado, cuenta con un foro de operación ubicado en la Ciudad de México, la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), donde acuden los intermediarios para sus operaciones de compraventa. Los intermediarios autorizados (Casas de Bolsa) están autorizados para hacer estas operaciones tanto por la BMV como por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).

Las reglas de operación las emiten la CNBV y la BMV, en primer instancia a través de la Ley del Mercado de Valores y, en segunda, por medio de una serie de circulares normativas que expide la CNBV para reglamentar aspectos específicos del mercado. Las autoridades en este caso son la BMV cuyos propietarios son los mismos intermediarios (autorregulación) y la CNBV, las cuales, dependen de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público que tiene la responsabilidad de vigilar el cumplimiento de la Ley del Mercado de Valores vigente desde 1975.

En sentido contrario, un mercado no inscrito o no organizado (Over The Counter o "Gre à Gre") es aquel en el que sin someterse a una reglamentación

estricta, se intercambian activos directamente entre agentes intermediarios sin necesidad de definir el sitio donde tiene lugar la transacción, ya que esta puede ser en la oficina del agente o intermediario u otro lugar, mercados. Un mercado OTC tiene escasas referencias normativas, se rigen por usos de comercio específicos y cláusulas estándar, en base a la autonomía de la voluntad.

Los mercados no inscritos, son mayormente de ámbito transnacional o internacional y, en su caso pueden eludir total o parcialmente las legislaciones nacionales que regulan los activos subyacentes sobre los que negocian. El rating financiero de los intervinientes es un factor decisivo en la asunción de riesgos. Los intervinientes se someten a la jurisdicción propia o de terceros países por razón de orden público y sus instrumentos se contabilizan generalmente fuera de balances.

Entre los mercados no organizados de mayor relevancia existentes actualmente están los que son sobre activos financieros como: Interest Rate Swaps, Currency Swap, Swaps de Activos, Opciones OTC de divisas, Interest Options OTC (Cap, Floor y Collar y sus derivados), Currency Forward, FRAs y los instrumentos derivados de los anteriores, Commodity Swaps (petróleo, metales y productos agrícolas), Opciones OTC sobre energía y otras materias primas, entre otros.

3.1.3 Mercados financieros eficientes

La *hipótesis de mercados eficientes* es una de las ideas fundamentales de las finanzas modernas. Se dice que un mercado financiero es eficiente cuando el rendimiento esperado refleja el nivel de riesgo asumido. Los rendimientos anormales o excesivos en una inversión son los que más compensan el nivel de riesgo asumido y duran muy poco por el fenómeno de arbitraje, que es el proceso por el cual los inversionistas compran o venden inversiones arriba o debajo de la línea del mercado eficiente.

En los términos de la fórmula de valor presente neto, una definición formal de mercado eficiente podría ser "un mercado donde no se puede generar un valor presente neto mayor a cero, consistentemente, comprando y vendiendo en el mercado secundario". Lo que sería, en fórmula el valor presente (VPN) de los flujos esperados (F_1, F_2, \dots, F_n) menos la aportación de recursos (A):

$$VPN = \frac{F_1}{(1+R)^1} + \frac{F_2}{(1+R)^2} + \frac{F_3}{(1+R)^3} + \dots + \frac{F_n}{(1+R)^n} - A$$

Donde R refleja la Prima por Riesgo asumida.

Desafortunadamente, el mismo nombre resulta engañoso debido a que parece implicar que un mercado es eficiente del mismo modo en que una barredora de calles pudiera ser eficiente. Debido a esta posible confusión se debe hablar de:

a) *Mercados que son Operacionalmente Eficientes*

Un mercado es operacionalmente eficiente si trabaja de un modo fluido, con demoras limitadas. Por ejemplo, si se pueden transmitir rápidamente las órdenes provenientes de todas partes del mundo con poca posibilidad de errores en la comunicación y, si esas órdenes se pueden ejecutar y confirmar con rapidez, entonces ese mercado será operacionalmente eficiente. Sin embargo, un mercado puede ser operacionalmente eficiente sin ser informativamente eficiente. En ese tipo de mercado los pedidos se manejarían con gran fluidez, pero los precios del mercado se ajustarían despacio a la nueva información. Ahora bien, un mercado es eficiente con relación a la información disponible si en todo momento los precios del mercado reflejan por completo toda esa información. En esta definición las palabras "reflejan por completo" son muy importantes. Si los precios del mercado reflejan por completo la información disponible, esto significa que los precios ya se han ajustado por completo a niveles congruentes con la nueva información.

b) *Mercados que son Informativamente Eficientes.*

Si el mercado es eficiente con relación a cierta información, esto también implica que esa información no se puede usar para seguir una estrategia de negociación para ganarle al mercado, debido a que si los precios ya se han ajustado por completo para reflejar la información disponible, entonces no hay posibilidad de utilizarla de forma ventajosa en la negociación. Cualquier parte de esa información ya estaría reflejada en los precios del mercado. En adelante, nos limitaremos a hacer una exposición más amplia de los mercados informativamente eficientes.

Se pueden establecer diferentes versiones de la hipótesis de eficiencia del mercado especificando diferentes tipos de información. De acuerdo a un artículo publicado en una revista de economía y finanzas⁷, se pueden distinguir tres versiones de la hipótesis de mercados eficientes:

1. Forma débil de eficiencia
2. Forma semifuerte de eficiencia
3. Forma fuerte de eficiencia

Cada una de estas versiones es diferente debido a que cada una afirma que el mercado es eficiente con relación a un conjunto distinto de información disponible. Así, un mercado es débilmente eficiente si los precios en el mercado reflejan por completo la información disponible que incluye toda la información histórica de precios, volúmenes, la cantidad de posiciones en descubierto existentes y otra información similar.

En un mercado débilmente eficiente, toda esta información es inútil para dirigir una estrategia de negociación. El análisis de este tipo de información se conoce como análisis técnico, por lo que si el mercado es débilmente

⁷ Fama Eugene F. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". Nueva York. Praeger Publishers, 1972.

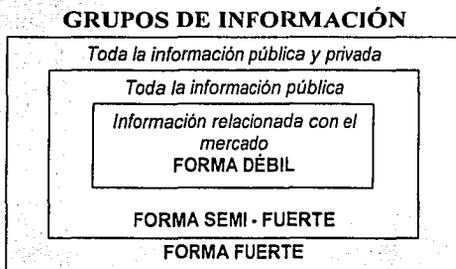
eficiente, el análisis técnico no tiene validez, al menos desde el punto de vista de tratar de ganar dinero.

La eficiencia de un mercado es semifuerte si los precios en ese mercado en todo momento reflejan por completo toda la información pública, la información pública incluye todos los informes publicados, como son todos los que se encuentran en los periódicos, en la prensa financiera y en las publicaciones y avisos del gobierno. Incluye las noticias de televisión y radio y los informes de investigación. Puesto que la hipótesis de eficiencia semifuerte especifica que los precios del mercado reflejan toda la información pública, esto incluye toda la información del mercado.

Un mercado es fuertemente eficiente si sus precios reflejan por completo toda información, tanto pública como privada. La información privada es la información que proporcionan los funcionarios del gobierno o personal interno de una empresa y que aún no se ha hecho pública. Por ejemplo, los miembros de la Junta de la Reserva Federal con frecuencia tienen acceso a información privada.

Imaginemos una reunión de dicha Junta en la cual se adopten nuevas pautas para el rumbo de la política monetaria. Este tipo de decisiones no se revelan de inmediato al público. Hasta que se haga un anuncio oficial, los miembros de la Junta tienen acceso a información privilegiada. Otro ejemplo, puede ser el caso de una compañía que hace un importante descubrimiento de petróleo pero que aún no ha anunciado el descubrimiento, por lo tanto, antes de que se publique el descubrimiento algunos empleados tendrán acceso a información privilegiada. La versión de la forma fuerte de la hipótesis del mercado eficiente implica que esta información privilegiada ya está reflejada en los precios de las acciones. La consecuencia más importante de esta afirmación, si es cierta, es que este tipo de información no se podría utilizar para generar utilidad de una negociación que le gane al mercado. Como lo indica el nombre, la

afirmación de la forma fuerte de eficiencia es realmente muy fuerte. La siguiente figura muestra cómo están relacionados los grupos de información:



La versión de la forma débil de la hipótesis dice que los mercados financieros son eficientes con relación a una parte central mínima de la información, que está representada por el pequeño círculo interior de la figura. La forma semifuerte del mercado afirma que el mercado refleja la parte central mínima de información, más todos los demás tipos de información pública. La hipótesis de la forma fuerte dice que toda la información en el círculo grande está reflejada en los precios del mercado, incluyendo toda la información pública, que a su vez incluye toda la información relacionada con el mercado.

Estas relaciones significan que cualquier rechazo de la hipótesis de la forma débil también operará contra las versiones semifuerte y fuerte de la hipótesis. Si el mercado no es eficiente respecto a la información relacionada con el propio mercado, no puede ser eficiente con respecto a toda la información pública. De igual forma, si el mercado no es eficiente respecto a la información relacionada con el mercado, no puede ser eficiente con respecto a toda la información.

Por tanto, si se demuestra que la hipótesis de la forma débil es falsa, tanto la forma semifuerte como la fuerte también lo son. El que la hipótesis de la forma

débil sea cierta es una condición necesaria para que sean ciertas las versiones semifuerte y fuerte, sin embargo, no es una condición suficiente debido a que versión de la forma fuerte pudiera ser cierta y las versiones semifuerte y fuerte pudieran ser falsas.

De manera análoga, el que la versión semifuerte sea cierta es una condición necesaria pero no suficiente, para que sea cierta la versión fuerte. En contraste, si la versión fuerte de la hipótesis de mercados eficientes es cierta, las versiones semifuerte y débil tienen que ser ciertas también. En este caso, el que la versión de la forma fuerte sea cierta es una condición suficiente para que sean ciertas las versiones semifuerte y fuerte.

Hay una estrecha relación entre los conceptos de *riesgo, incertidumbre e información*. El riesgo se correlaciona con la incertidumbre. La incertidumbre (y, por lo tanto, el riesgo) aumenta y disminuye según la disponibilidad de información. En un mercado eficiente, no habría barreras para la difusión, y uso posterior de la información. En otras palabras, toda la información públicamente disponible está ya incluida (o descontada utilizando el lenguaje de valor presente neto) en el precio de la inversión.

En un mercado eficiente, sólo la nueva información debe afectar al precio de las inversiones. Parece razonable que, en estos términos, los mercados sean eficientes. Instituciones financieras especializadas emplean un sinnúmero de expertos profesionales con acceso a la misma información, las mismas técnicas para procesarla y las mismas herramientas para actuar sobre los resultados de sus análisis, o sea, hacer operaciones de compraventa de inversiones.

A pesar de lo razonable de esta hipótesis, hay dos argumentos lógicos, y otro empírico en contra de la eficiencia de los mercados. Si todo el mundo creyera que los mercados son eficientes, nadie los analizaría, y se volverían ineficientes. Los mercados solo podrían ser eficientes si la información no

tuviera costo. Al tener un costo la información (aunque sea pequeño), los mercados tienen que ser ineficientes, en cierto grado.

El otro argumento lógico es que todos los inversionistas que participan activamente se creen buenos inversionistas, pero no todos los que participan son buenos, y se vuelven víctimas de los buenos. Esto implica que el supuesto de un mercado eficiente, de un grupo de expertos, todos con la misma información y las mismas técnicas, no corresponde a la realidad. El argumento empírico es que, en la práctica, el arbitraje (que supuestamente mantiene alineado el rendimiento con el riesgo) no es tan fácil o barato. Hay barreras institucionales y prácticas, así como costos de transacción, tales que la realidad no siempre coincide con la teoría.

Se han hecho estudios (pruebas empíricas) exhaustivos de la eficiencia de los mercados principalmente de acciones, en Estados Unidos, los cuales, intentan probar si la información (específicamente las noticias) afecta al precio de las acciones. Los resultados no son concluyentes. Lo más probable es que los mercados a nivel local (dentro de un país), por lo general, sean eficientes, es decir, que los precios de las inversiones si respondan a la nueva información, la jerarquía de los rendimientos esperados refleje los riesgos y los precios sean justos.

La única forma de ganar al mercado es con información verdaderamente privilegiada o especializada. Lo que parece menos probable es que los mercados sean eficientes a nivel internacional, es decir, que los rendimientos esperados de inversionistas similares, pero de distintos países, reflejen adecuadamente los riesgos correspondientes. Esto sucede por tres motivos principales, hay menos información comparativa, las técnicas de análisis y facilidades de arbitraje están menos desarrolladas, por lo tanto, los costos son mayores.

El estilo de inversión que adopta un inversionista dependerá de su actitud hacia la eficiencia de los mercados. Si piensa que los mercados son eficientes,

adoptará un estilo pasivo de administración de inversiones. Si piensa que puede ganar contra el mercado, adoptará un estilo activo.

3.1.4 Operaciones Financieras

Independientemente del lugar o mecanismo del que se trate, es importante conocer que clase de operaciones se realizan en los mercados financieros y cuales son los elementos que participan en ellas. Una operación financiera es cualquier acción de intercambio no simultáneo de capitales, los cuales, son equivalentes en base a una determinada (condiciones básicas que debe cumplir una expresión matemática para que permita el cálculo de la cantidad de dinero que habrá que devolver en cierto momento por otra cantidad recibida en otro momento) ley financiera. Los elementos que participan en cualquier operación financiera son:

- *Agentes que intervienen en la operación*

En toda operación financiera existen dos partes que intervienen en la misma. El agente que realiza la primera entrega se denomina prestamista y el agente que la recibe se denomina prestatario o deudor.

- *Capitales financieros objetos de intercambio*

Los capitales que se intercambian son unos conjuntos de capitales que representan las obligaciones correspondientes a prestamista y deudor. En el primer caso las obligaciones reciben el nombre de prestación, y en el segundo se denomina contraprestación.

- *Duración de la operación*

El tiempo que media entre la primera entrega de capital (origen de la operación) y la última, corresponden con la duración de la misma.

- *Criterio de valoración de la operación*

Para que exista equivalencia entre las obligaciones de ambas partes estas deben valorarse de acuerdo a un criterio financiero acordado entre las partes.

Como se indicó anteriormente, en toda operación financiera está implícita la equivalencia financiera entre las entregas de las partes. Para que pueda existir equivalencia entre las obligaciones de inversionista y deudor, es necesario asociar una ley financiera, aceptada por ambas partes, que servirá para establecer el equilibrio entre las entregas. El equilibrio entre prestación y contraprestación se determinan mediante el postulado de equivalencia financiera: en toda operación financiera, las sumas financieras de los capitales que constituyen respectivamente la prestación y contraprestación, deben ser iguales en cualquier punto del tiempo.

Supongamos una operación financiera con las siguientes características:

Prestación

Contraprestación

Simplifiquemos:

Prestación $\{ (C_1, t_1) ; (C_2, t_2) \}$

TESIS CON
FALLA DE TIPO EN

estricta, se intercambian activos directamente entre agentes intermediarios sin necesidad de definir el sitio donde tiene lugar la transacción, ya que esta puede ser en la oficina del agente o intermediario u otro lugar, mercados. Un mercado OTC tiene escasas referencias normativas, se rigen por usos de comercio específicos y cláusulas estándar, en base a la autonomía de la voluntad.

Los mercados no inscritos, son mayormente de ámbito transnacional o internacional y, en su caso pueden eludir total o parcialmente las legislaciones nacionales que regulan los activos subyacentes sobre los que negocian. El rating financiero de los intervinientes es un factor decisivo en la asunción de riesgos. Los intervinientes se someten a la jurisdicción propia o de terceros países por razón de orden público y sus instrumentos se contabilizan generalmente fuera de balances.

Entre los mercados no organizados de mayor relevancia existentes actualmente están los que son sobre activos financieros como: Interest Rate Swaps, Currency Swap, Swaps de Activos, Opciones OTC de divisas, Interest Options OTC (Cap, Floor y Collar y sus derivados), Currency Forward, FRAs y los instrumentos derivados de los anteriores, Commodity Swaps (petróleo, metales y productos agrícolas), Opciones OTC sobre energía y otras materias primas, entre otros.

3.1.3 Mercados financieros eficientes

La *hipótesis de mercados eficientes* es una de las ideas fundamentales de las finanzas modernas. Se dice que un mercado financiero es eficiente cuando el rendimiento esperado refleja el nivel de riesgo asumido. Los rendimientos anormales o excesivos en una inversión son los que más compensan el nivel de riesgo asumido y duran muy poco por el fenómeno de arbitraje, que es el proceso por el cual los inversionistas compran o venden inversiones arriba o debajo de la línea del mercado eficiente.

En los términos de la fórmula de valor presente neto, una definición formal de mercado eficiente podría ser "un mercado donde no se puede generar un valor presente neto mayor a cero, consistentemente, comprando y vendiendo en el mercado secundario". Lo que sería, en fórmula el valor presente (VPN) de los flujos esperados (F_1, F_2, \dots, F_n) menos la aportación de recursos (A):

$$VPN = \frac{F_1}{(1+R)^1} + \frac{F_2}{(1+R)^2} + \frac{F_3}{(1+R)^3} + \dots + \frac{F_n}{(1+R)^n} - A$$

Donde R refleja la Prima por Riesgo asumida.

Desafortunadamente, el mismo nombre resulta engañoso debido a que parece implicar que un mercado es eficiente del mismo modo en que una barredora de calles pudiera ser eficiente. Debido a esta posible confusión se debe hablar de:

a) *Mercados que son Operacionalmente Eficientes*

Un mercado es operacionalmente eficiente si trabaja de un modo fluido, con demoras limitadas. Por ejemplo, si se pueden transmitir rápidamente las órdenes provenientes de todas partes del mundo con poca posibilidad de errores en la comunicación y, si esas órdenes se pueden ejecutar y confirmar con rapidez, entonces ese mercado será operacionalmente eficiente. Sin embargo, un mercado puede ser operacionalmente eficiente sin ser informativamente eficiente. En ese tipo de mercado los pedidos se manejarían con gran fluidez, pero los precios del mercado se ajustarían despacio a la nueva información. Ahora bien, un mercado es eficiente con relación a la información disponible si en todo momento los precios del mercado reflejan por completo toda esa información. En esta definición las palabras "reflejan por completo" son muy importantes. Si los precios del mercado reflejan por completo la información disponible, esto significa que los precios ya se han ajustado por completo a niveles congruentes con la nueva información.

b) *Mercados que son Informativamente Eficientes.*

Si el mercado es eficiente con relación a cierta información, esto también implica que esa información no se puede usar para seguir una estrategia de negociación para ganarle al mercado, debido a que si los precios ya se han ajustado por completo para reflejar la información disponible, entonces no hay posibilidad de utilizarla de forma ventajosa en la negociación. Cualquier parte de esa información ya estaría reflejada en los precios del mercado. En adelante, nos limitaremos a hacer una exposición más amplia de los mercados informativamente eficientes.

Se pueden establecer diferentes versiones de la hipótesis de eficiencia del mercado especificando diferentes tipos de información. De acuerdo a un artículo publicado en una revista de economía y finanzas⁷, se pueden distinguir tres versiones de la hipótesis de mercados eficientes:

1. Forma débil de eficiencia
2. Forma semifuerte de eficiencia
3. Forma fuerte de eficiencia

Cada una de estas versiones es diferente debido a que cada una afirma que el mercado es eficiente con relación a un conjunto distinto de información disponible. Así, un mercado es débilmente eficiente si los precios en el mercado reflejan por completo la información disponible que incluye toda la información histórica de precios, volúmenes, la cantidad de posiciones en descubierto existentes y otra información similar.

En un mercado débilmente eficiente, toda esta información es inútil para dirigir una estrategia de negociación. El análisis de este tipo de información se conoce como análisis técnico, por lo que si el mercado es débilmente

⁷Fama Eugene F. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". Nueva York. Praeger Publishers, 1972.

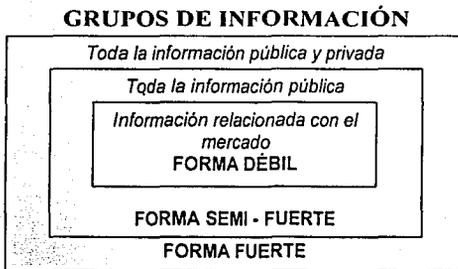
eficiente, el análisis técnico no tiene validez, al menos desde el punto de vista de tratar de ganar dinero.

La eficiencia de un mercado es semifuerte si los precios en ese mercado en todo momento reflejan por completo toda la información pública, la información pública incluye todos los informes publicados, como son todos los que se encuentran en los periódicos, en la prensa financiera y en las publicaciones y avisos del gobierno. Incluye las noticias de televisión y radio y los informes de investigación. Puesto que la hipótesis de eficiencia semifuerte especifica que los precios del mercado reflejan toda la información pública, esto incluye toda la información del mercado.

Un mercado es fuertemente eficiente si sus precios reflejan por completo toda información, tanto pública como privada. La información privada es la información que proporcionan los funcionarios del gobierno o personal interno de una empresa y que aún no se ha hecho pública. Por ejemplo, los miembros de la Junta de la Reserva Federal con frecuencia tienen acceso a información privada.

Imaginemos una reunión de dicha Junta en la cual se adopten nuevas pautas para el rumbo de la política monetaria. Este tipo de decisiones no se revelan de inmediato al público. Hasta que se haga un anuncio oficial, los miembros de la Junta tienen acceso a información privilegiada. Otro ejemplo, puede ser el caso de una compañía que hace un importante descubrimiento de petróleo pero que aún no ha anunciado el descubrimiento, por lo tanto, antes de que se publique el descubrimiento algunos empleados tendrán acceso a información privilegiada. La versión de la forma fuerte de la hipótesis del mercado eficiente implica que esta información privilegiada ya está reflejada en los precios de las acciones. La consecuencia más importante de esta afirmación, si es cierta, es que este tipo de información no se podría utilizar para generar utilidad de una negociación que le gane al mercado. Como lo indica el nombre, la

afirmación de la forma fuerte de eficiencia es realmente muy fuerte. La siguiente figura muestra cómo están relacionados los grupos de información:



La versión de la forma débil de la hipótesis dice que los mercados financieros son eficientes con relación a una parte central mínima de la información, que está representada por el pequeño círculo interior de la figura. La forma semifuerte del mercado afirma que el mercado refleja la parte central mínima de información, más todos los demás tipos de información pública. La hipótesis de la forma fuerte dice que toda la información en el círculo grande está reflejada en los precios del mercado, incluyendo toda la información pública, que a su vez incluye toda la información relacionada con el mercado.

Estas relaciones significan que cualquier rechazo de la hipótesis de la forma débil también operará contra las versiones semifuerte y fuerte de la hipótesis. Si el mercado no es eficiente respecto a la información relacionada con el propio mercado, no puede ser eficiente con respecto a toda la información pública. De igual forma, si el mercado no es eficiente respecto a la información relacionada con el mercado, no puede ser eficiente con respecto a toda la información.

Por tanto, si se demuestra que la hipótesis de la forma débil es falsa, tanto la forma semifuerte como la fuerte también lo son. El que la hipótesis de la forma

débil sea cierta es una condición necesaria para que sean ciertas las versiones semifuerte y fuerte, sin embargo, no es una condición suficiente debido a que versión de la forma fuerte pudiera ser cierta y las versiones semifuerte y fuerte pudieran ser falsas.

De manera análoga, el que la versión semifuerte sea cierta es una condición necesaria pero no suficiente, para que sea cierta la versión fuerte. En contraste, si la versión fuerte de la hipótesis de mercados eficientes es cierta, las versiones semifuerte y débil tienen que ser ciertas también. En este caso, el que la versión de la forma fuerte sea cierta es una condición suficiente para que sean ciertas las versiones semifuerte y fuerte.

Hay una estrecha relación entre los conceptos de *riesgo*, *incertidumbre* e *información*. El riesgo se correlaciona con la incertidumbre. La incertidumbre (y, por lo tanto, el riesgo) aumenta y disminuye según la disponibilidad de información. En un mercado eficiente, no habría barreras para la difusión, y uso posterior de la información. En otras palabras, toda la información públicamente disponible está ya incluida (o descontada utilizando el lenguaje de valor presente neto) en el precio de la inversión.

En un mercado eficiente, sólo la nueva información debe afectar al precio de las inversiones. Parece razonable que, en estos términos, los mercados sean eficientes. Instituciones financieras especializadas emplean un sinnúmero de expertos profesionales con acceso a la misma información, las mismas técnicas para procesarla y las mismas herramientas para actuar sobre los resultados de sus análisis, o sea, hacer operaciones de compraventa de inversiones.

A pesar de lo razonable de esta hipótesis, hay dos argumentos lógicos, y otro empírico en contra de la eficiencia de los mercados. Si todo el mundo creyera que los mercados son eficientes, nadie los analizaría, y se volverían ineficientes. Los mercados solo podrían ser eficientes si la información no

tuviera costo. Al tener un costo la información (aunque sea pequeño), los mercados tienen que ser ineficientes, en cierto grado.

El otro argumento lógico es que todos los inversionistas que participan activamente se creen buenos inversionistas, pero no todos los que participan son buenos, y se vuelven víctimas de los buenos. Esto implica que el supuesto de un mercado eficiente, de un grupo de expertos, todos con la misma información y las mismas técnicas, no corresponde a la realidad. El argumento empírico es que, en la práctica, el arbitraje (que supuestamente mantiene alineado el rendimiento con el riesgo) no es tan fácil o barato. Hay barreras institucionales y prácticas, así como costos de transacción, tales que la realidad no siempre coincide con la teoría.

Se han hecho estudios (pruebas empíricas) exhaustivos de la eficiencia de los mercados principalmente de acciones, en Estados Unidos, los cuales, intentan probar si la información (específicamente las noticias) afecta al precio de las acciones. Los resultados no son concluyentes. Lo más probable es que los mercados a nivel local (dentro de un país), por lo general, sean eficientes, es decir, que los precios de las inversiones sí respondan a la nueva información, la jerarquía de los rendimientos esperados refleje los riesgos y los precios sean justos.

La única forma de ganar al mercado es con información verdaderamente privilegiada o especializada. Lo que parece menos probable es que los mercados sean eficientes a nivel internacional, es decir, que los rendimientos esperados de inversionistas similares, pero de distintos países, reflejen adecuadamente los riesgos correspondientes. Esto sucede por tres motivos principales, hay menos información comparativa, las técnicas de análisis y facilidades de arbitraje están menos desarrolladas, por lo tanto, los costos son mayores.

El estilo de inversión que adopta un inversionista dependerá de su actitud hacia la eficiencia de los mercados. Si piensa que los mercados son eficientes,

adoptará un estilo pasivo de administración de inversiones. Si piensa que puede ganar contra el mercado, adoptará un estilo activo.

3.1.4 Operaciones Financieras

Independientemente del lugar o mecanismo del que se trate, es importante conocer que clase de operaciones se realizan en los mercados financieros y cuales son los elementos que participan en ellas. Una operación financiera es cualquier acción de intercambio no simultáneo de capitales, los cuales, son equivalentes en base a una determinada (condiciones básicas que debe cumplir una expresión matemática para que permita el cálculo de la cantidad de dinero que habrá que devolver en cierto momento por otra cantidad recibida en otro momento) ley financiera. Los elementos que participan en cualquier operación financiera son:

- *Agentes que intervienen en la operación*

En toda operación financiera existen dos partes que intervienen en la misma. El agente que realiza la primera entrega se denomina prestamista y el agente que la recibe se denomina prestatario o deudor.

- *Capitales financieros objetos de intercambio*

Los capitales que se intercambian son unos conjuntos de capitales que representan las obligaciones correspondientes a prestamista y deudor. En el primer caso las obligaciones reciben el nombre de prestación, y en el segundo se denomina contraprestación.

- *Duración de la operación*

El tiempo que media entre la primera entrega de capital (origen de la operación) y la última, corresponden con la duración de la misma.

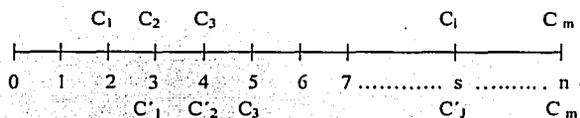
- *Criterio de valoración de la operación*

Para que exista equivalencia entre las obligaciones de ambas partes estas deben valorarse de acuerdo a un criterio financiero acordado entre las partes.

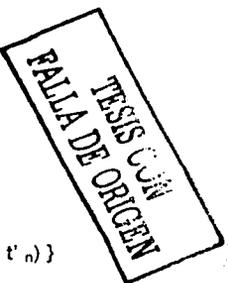
Como se indicó anteriormente, en toda operación financiera está implícita la equivalencia financiera entre las entregas de las partes. Para que pueda existir equivalencia entre las obligaciones de inversionista y deudor, es necesario asociar una ley financiera, aceptada por ambas partes, que servirá para establecer el equilibrio entre las entregas. El equilibrio entre prestación y contraprestación se determinan mediante el postulado de equivalencia financiera: en toda operación financiera, las sumas financieras de los capitales que constituyen respectivamente la prestación y contraprestación, deben ser iguales en cualquier punto del tiempo.

Supongamos una operación financiera con las siguientes características:

Prestación



Contraprestación



Simplifiquemos:

Prestación $\{ (C_1, t_1) ; (C_2, t_2) ; (C_3, t_3) ; \dots ; (C_m, t_m) \}$

Contraprestación $\{ (C'_1, t'_1) ; (C'_2, t'_2) ; (C'_3, t'_3) ; \dots ; (C'_n, t'_n) \}$

El postulado de equivalencia financiera exige que se verifique la equivalencia entre el conjunto de capitales que forman la prestación y el conjunto que forma la contraprestación: es decir, que ambos conjuntos tengan el mismo valor en cualquier punto del tiempo para una determinada ley financiera: $\{ (C_i, t_i) \} \approx \{ (C'_j, t'_j) \}$ con $i = 1, 2, 3, \dots, m$ y $j = 1, 2, 3, \dots, n$. Si en cualquier operación financiera se produce una cancelación antes del vencimiento o al final de la misma, es obvio que una o ambas partes no habrán hecho frente a sus

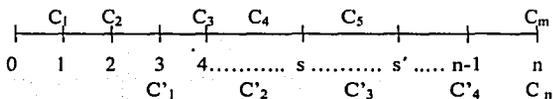
obligaciones de forma completa, por lo que en la mayoría de los casos, se habrá roto el equilibrio financiero.

Para establecer el equilibrio financiero de la operación una de las partes debería realizar una entrega de capital a la otra parte, supongamos que un individuo tiene concedido un préstamo por diez años para devolver cada año una cantidad constante a la entidad financiera prestamista. Al cabo de cinco años quiere cancelar la operación, es obvio que deberá entregar a la entidad financiera una cantidad tal que restablezca el equilibrio entre lo que ésta entregó en su momento, y las cantidades entregadas por el individuo en los cinco años transcurridos.

Cuando se cancela una operación antes del vencimiento de la misma, se está valorando únicamente parte de la prestación y/o contraprestación, por lo que es casi imposible que exista equivalencia financiera entre las entregas de capital de una y de la otra parte. La Reserva matemática o Saldo financiero de una operación es el capital financiero que recoge la cuantía de la diferencia entre el valor de los capitales entregados por deudor y acreedor de cualquier operación financiera. Es aquel capital que debe entregar una parte de la operación a la otra para restablecer el equilibrio entre las obligaciones pasadas y futuras de ambas, y que tendrá distinto signo según quien sea la parte obligada a realizar la entrega.

Dada una operación financiera con arreglo al siguiente esquema:

Prestación



Contraprestación

Se definen las siguientes variables:

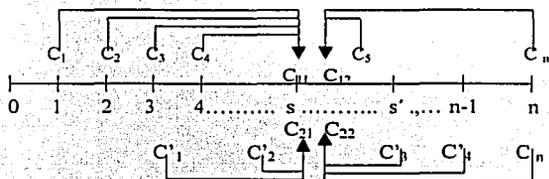
C_{11} = Suma financiera en s de la prestación realizada desde el inicio de la operación hasta el punto s .

C_{12} = Suma financiera en s de la prestación pendiente desde el punto s hasta el final.

C_{21} = Suma financiera en s de la contraprestación realizada desde el inicio de la operación hasta el punto s .

C_{22} = suma financiera en s de la contraprestación pendiente desde el punto s hasta el final de la operación.

Prestación



Contraprestación

Partiendo del postulado de equivalencia financiera, el valor de prestación y contraprestación ha de coincidir en cualquier punto del tiempo. Tanto prestación como contraprestación estarán formadas por la suma de las entregas de capital realizadas y las pendientes, por lo que la suma de ambas cantidades valoradas en el punto s habrán de coincidir, es decir:

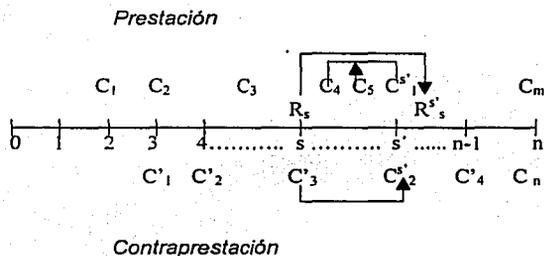
$$C_{11} + C_{12} = C_{21} + C_{22} \Rightarrow C_{11} - C_{21} = C_{22} - C_{12}$$

La diferencia $C_{11} - C_{21} = R_s$ recoge el saldo en s entre el valor de lo entregado por la prestación y por la contraprestación y recibe el nombre de Reserva matemática o Saldo financiero por el método retrospectivo, ya que ha sido calculada mirando a lo ya ocurrido en la operación. La diferencia $C_{22} - C_{12} = R_s$ recoge el saldo en s entre el valor de la prestación y la contraprestación pendiente y recibe el nombre de Reserva Matemática o Saldo financiero por el

método prospectivo, al estar calculando en función de los compromisos futuros de ambas partes.

Si el saldo de la reserva matemática es positivo, significa que $C_{11} > C_{21}$, por lo que las entregas realizadas por parte del acreedor, valoradas en el punto s , han superado a las del deudor, por lo que el saldo de la operación será a favor del primero, y viceversa. Asimismo, cuando C_{22} es superior a C_{12} , por lo que los compromisos futuros del deudor son superiores a los del acreedor, y es por ello por lo que si la operación se cancela en el punto s el saldo de la misma sería a favor de este último, al ser menores sus obligaciones pendientes.

Además de los dos métodos antes descritos, existe un tercer método, denominado método recurrente, que consiste en calcular la reserva matemática en un período s' , cuando previamente se conoce la reserva en otro período s . Verifiquemos la siguiente línea del tiempo:



Se definen las siguientes variables:

R'_s = Valor en s' de la reserva en s , R_s .

C'_1 = Suma financiera en s' de la prestación correspondiente al intervalo (s, s') .

C'_2 = Suma financiera en s' de la contraprestación correspondiente al intervalo (s, s') .

Si el saldo en s es a favor del acreedor ($R_s > 0$), las entregas que realice este en el intervalo (s, s') irán a incrementar su saldo, mientras que las que realice el deudor, disminuirá dicho saldo. Sin embargo, si la reserva en s es a favor del deudor ($R_s < 0$), las entregas del acreedor disminuirán su saldo a favor y viceversa. Por lo tanto, para calcular la reserva matemática por el método recurrente habrá que distinguir dos supuestos diferenciados:

1. Si $R_s > 0$ entonces $R_{s'} = R_s^{s''} + C_1^{s'} - C_2^{s'}$ es decir, el saldo en s' será la suma del saldo en s valorado en s' , las entregas del acreedor en el intervalo (s, s') , menos las entregas del deudor en el mismo intervalo.
2. Si $R_s < 0$, entonces $R_{s'} = R_s^{s''} - C_1^{s'} + C_2^{s'}$ es decir, la reserva en s' será la suma de la reserva en s valorada en s' , más las entregas del deudor durante el período (s, s') , menos las entregas del acreedor en el mismo período.

3.2 EXPANSIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Después del despliegue iniciado en la segunda mitad de los años setenta, las dimensiones adquiridas por los mercados financieros han registrado cifras inimaginables. Desde cualquier punto, el primer rasgo que se aprecia en la evolución de los mercados financieros es el crecimiento de sus cifras. Se trata de magnitudes mareantes, que muestran la dimensión que tiene la oferta de fondos disponibles en los mercados financieros bajo unas u otras modalidades.

3.2.1 Mercado de divisas

La interpretación convencional sobre el funcionamiento del mercado de divisas se basa en la necesidad que tienen determinados agentes económicos en cada país de disponer monedas extranjeras. Las personas lo requieren para efectuar viajes y compras, las empresas para realizar importaciones e inversiones extranjeras, la tesorería de los gobiernos efectúan pagos derivados de sus compras y otras transacciones con el exterior, los bancos centrales

necesitan divisas para mejorar su dotación de reservas y para actuar en defensa de sus monedas nacionales.

Ese conjunto de demandas ha venido siendo atendido fundamentalmente por los bancos, actuando como oferentes, para lo cual debían intercambiar divisas con los bancos de otros países. La conexión entre los bancos que disponen o necesitan divisas, y el vínculo entre los agentes demandantes y los bancos oferentes, se lleva a cabo por corredores (broker) que ejercen como intermediarios y perciben por ello una comisión.

Semejante esquema de funcionamiento sigue teniendo vigencia, pero ha experimentado una modificación significativa en el curso de los últimos veinte años. Por una parte, las grandes firmas transnacionales tienen mecanismos y recursos propios para conseguir las divisas que necesitan con el fin de efectuar sus transacciones comerciales y sus inversiones en el exterior, sin tener que recurrir a la intermediación de bancos y corredores.

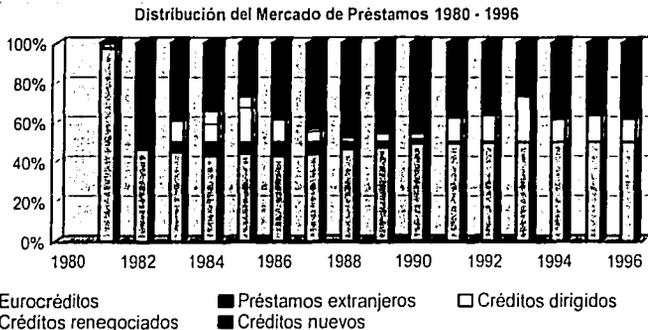
Esas corporaciones también tienen capacidad para actuar como oferentes de divisas en la medida en que gestionan de manera centralizada los recursos de capital y la liquidez de sus empresas filiales ubicadas en países que utilizan distintas monedas. Por otra parte, las intervenciones de los organismos estatales (bancos centrales y tesorerías) salvo en momentos puntuales, no adquieren una dimensión demasiado importante, como tampoco lo es el movimiento de divisas generado por la demanda privada de las personas para realizar viajes y compras al exterior.

Desde finales de los años setenta, y más aún desde mediados de los ochenta, el vertiginoso crecimiento de los intercambios de divisas obedece de manera mayoritaria a razones estrictamente especulativas, es decir, a la realización de operaciones que están guiadas exclusivamente por el propósito de obtener ganancias basadas en el margen (*spread*) existente entre el precio de compra y de venta de las monedas.

3.2.3 Mercado de préstamos

Habiendo sido el componente fundamental de los mercados de capital durante los años setenta, la expansión crediticia internacional quedo bruscamente frenada con el estallido de la crisis de la deuda externa. Además, una parte de los préstamos contabilizados en los años posteriores fueron créditos dirigidos y renegociados que no implicaban nuevos desembolsos de los acreedores, sino que estaban relacionados con el proceso de negociación y re escalonamiento de los créditos concedidos con anterioridad y no amortizados por los deudores en el momento de su vencimiento.

La mayor parte de los préstamos son créditos denominados en monedas distintas a la del país al que pertenece el prestamista (europréstamos), de modo que pueden ser créditos captados por prestatarios de un país en su propia moneda pero otorgados por prestamistas ubicados en el extranjero. Solo una parte reducida de los préstamos, que en los años ochenta representaba el 9%, luego el 7% del total y en los noventa apenas el 1%, corresponde a préstamos extranjeros o exteriores que están denominados en la moneda del país donde se localiza el prestamista, que es diferente del país donde reside el prestatario.



Datos tomados de: Sassen Saskia. *La Ciudad Global*. Nueva York. 1998.

TESIS CON FALLA DE ORIGEN

Los préstamos internacionales no son concedidos por prestamistas individuales, sino que se otorgan a través de la sindicación de un grupo de bancos para eludir la concentración de riesgos en caso de insolvencia del deudor. Existe un banco directo que dirige la operación de sindicación, selecciona a los bancos que conforman el consorcio y elabora la oferta que se propone al prestatario. Al tratarse de operaciones financieras de alcance transnacional, los agentes que intervienen en ellas se sitúan al margen de cualquier legislación nacional, eludiendo así los controles y fiscalizaciones de los gobiernos.

Por otro lado a través de su carácter sindicado y de otras cautelas adoptadas en el proceso de contratación de los préstamos se minimizan las posibilidades de que puedan repetirse experiencias similares a la que condujo a la crisis de la deuda en 1982. Igualmente, la creación de consorcios bancarios permite que los préstamos concedidos sean de gran envergadura, lo que sería difícil de lograr si se tratara de obtener a través de un solo acreedor. Al mismo tiempo, esas operaciones permiten una cierta capacidad de elección a la empresa o entidad que se endeuda, ya que recibe distintas ofertas sindicadas y puede optar por aquella que sea más ventajosa según el tipo de interés, los plazos, las condiciones de vencimiento y la moneda en la que se denomina el préstamo.

En cuanto al costo de endeudamiento, de un lado, el tipo de interés estándar al que se suscriben los préstamos es el *London Interbank Offered Rate* (LIBOR), que se sitúa por debajo de los tipos vigentes en la mayoría de los países; por otro lado, al LIBOR se le incrementa un margen y, además, el prestatario debe pagar las comisiones que cobran tanto el banco que dirige la operación de sindicación como el banco que hace de intermediario entre el prestatario y el consorcio prestamista, a través del cual se efectúa la devolución del crédito.

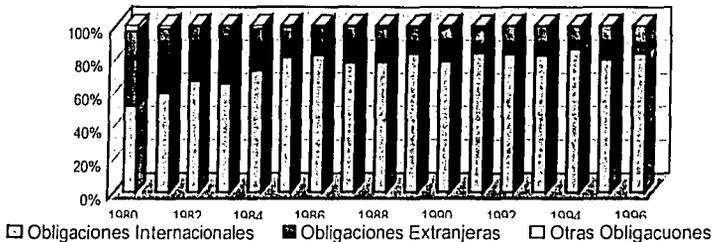
3.2.4 Mercado de obligaciones

Este mercado está formado principalmente por euroobligaciones, que son emisiones denominadas en una moneda distinta a la del país al que pertenece el agente emisor y a la del país en el que se colocan. En los años noventa, ese tipo supuso más del 80% del total de las obligaciones emitidas en los mercados internacionales. El resto corresponde a obligaciones extranjeras o exteriores que son emisiones denominadas en la moneda perteneciente al país en el que se colocan, siendo éste distinto del país en el que se ubica el agente que las emiten.

En el argot utilizado en este mercado, las obligaciones exteriores reciben nombres alusivos al país en el que se ponen en circulación, por ejemplo: yanquis, samuráis, canguros, bulldog, rembrant, matador y otros. Las obligaciones se colocan en los mercados exteriores mediante sindicatos bancarios que cuentan con un banco director, los cuales negocian con el agente emisor y con los potenciales inversores todo lo concerniente a las características de la emisión: tipo de interés, plazos, condiciones al vencimiento y mecanismos de liquidación.

Las principales emisiones corren a cargo de grandes agentes económicos que mayoritariamente se ubican en los países desarrollados. Por un lado están las empresas privadas, en particular los bancos y las firmas industriales y comerciales. Por otro lado están las administraciones estatales que incluyen a los bancos centrales, los gobiernos nacionales y regionales y las empresas públicas. Y por otro lado están los organismos internacionales relacionados con la ayuda al desarrollo, en torno al Banco Mundial y los bancos regionales, que emiten obligaciones para aumentar los recursos que les permiten llevar a cabo su función en los países no desarrollados.

Distribución del Mercado de Obligaciones 1980 - 1996



Datos tomados de: Colección Silva Herzog. Globalidad, Crisis y Reforma Monetaria. México. Ed. Porrúa. 1999

Existe una notable variedad de títulos que aún es más amplia si se considera que algunas emisiones ofrecen un sinfín de modalidades. Esa variedad influye en el grado de volatilidad del mercado, que se acentúa en momentos en los que aumentan las preferencias por las obligaciones variables, convertibles o con opción de suscripción.

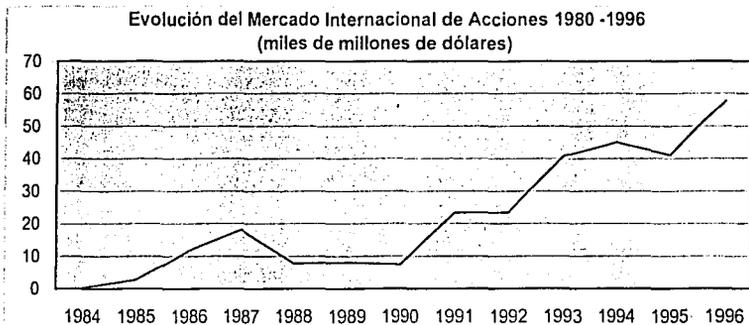
No obstante, el hecho de que las obligaciones clásicas (con tipos fijos) hayan permanecido como la modalidad más importante es una muestra de su mayor adecuación a la búsqueda de condiciones favorables de financiación por parte de las entidades emisoras y ala búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores.

3.2.5 Mercado de acciones

Las acciones siguen constituyendo una parte minoritaria en el conjunto de los mercados internacionales de capital, representando menos del 4%. No obstante, su valor se ha ido incrementando desde que surgieron a mediados de los años ochenta, superando los 20 000 millones de dólares en 1991 y acercándose a los 60 000 millones en 1996 el dinamismo registrado en los últimos años se debe al auge de los procesos de privatización emprendidos en distintos países europeos, que han originado una creciente internacionalización de las modalidades de acciones existentes en este mercado.

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

**ESTA TESIS NO SALE
DE LA BIBLIOTECA**



Fuente: Angus Maddison. *The world economy: a millennial perspective*. Ed. Developmente Centre of the Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris, Francia. 2001

La mayor parte son *euroacciones*, es decir, acciones ordinarias y preferenciales de títulos de participación y certificados de inversión denominados en una moneda que no pertenecen al país en el que reside la empresa emisora. El resto son acciones internacionales, denominadas en la moneda del país de la empresa que se colocan en mercados con monedas diferentes. En términos reales, el carácter internacional de las acciones es sensiblemente mayor si se consideran los grandes desembolsos que tienen lugar a través de inversiones extranjeras en cartera dedicadas a comprar acciones nacionales.

Su crecimiento ha sido magnífico tanto en los grandes mercados occidentales como en otros emergentes de América Latina, la Cuenca Asiática del Pacífico y Europa del Este; pero esas inversiones no pertenecen a los mercados internacionales en la medida en que previamente han convertido su moneda de procedencia en moneda del país en que se va a invertir y en el que están denominadas las acciones que adquieren, pasando a formar parte de los mercados domésticos de ese país.

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

3.2.6 Mercado de productos derivados

Paulatinamente a mediados de los años ochenta los mercados financieros fueron convirtiéndose en otros nuevos instrumentos de carácter casi virtual: los mercados de futuros, opciones y recompras, que constituyen los productos derivados. Se denominan así porque son instrumentos financieros que se comercializan a partir de activos ya existentes, como son las obligaciones, las acciones, los préstamos y las divisas.

En la medida en que las variaciones de los tipos de interés y las tasas de cambio pueden modificar el valor de esos activos, los productos derivados surgieron para ofrecer la posibilidad de obtener una cobertura frente al riesgo que pudieran acarrear esas variaciones. El precedente de estos productos fueron los *forward* o contratos a plazo de materias primas que se efectuaban en los años setenta en la bolsa de mercancías de Chicago, que cubrían las modificaciones de las tasas de cambio.

La aparición de los "*futuros*" incorporaba algunos cambios relevantes, ya que eran contratos estandarizados, lo cual permitía su negociación en la bolsa y, además, contaba con una cámara de compensación que retenía los títulos en los que se basaba la cobertura (como garantía de cumplimiento del contrato hasta su vencimiento o liquidación) y que actuaba como intermediario entre los contratantes que así no establecían una relación directa entre ellos.

De ese modo, surgieron unos contratos basados en las variaciones de tipos de interés, tasas de cambio o índices bursátiles sobre activos financieros (títulos, divisas, préstamos) a fecha fijada y con precios determinados, en los que el comprador y el vendedor efectuaban un depósito inicial (que representaba una pequeña parte del valor contratado) fiando su posible ganancia al comportamiento futuro de la variable sobre la que habían cubierto el activo.

Se ha creado así un espacio financiero capaz de proporcionar grandes beneficios a quienes estén dispuestos a tomar posiciones de riesgo, apostando a una determinada variación de los tipos de interés, de las tasas de cambio o de las cotizaciones bursátiles, de manera que aportando una cierta cantidad de dinero es posible el logro de ganancias superiores. En caso contrario, el apostante puede retirarse perdiendo únicamente el depósito inicial. De hecho se estima que menos del 5% de los contratos son ejecutados a su vencimiento.

El origen de las "opciones" también proceden de la bolsa de Chicago, aunque después fueron perfeccionados en la bolsa de Filadelfia a comienzos de los años ochenta. En este caso, la opción no supone más que un derecho de compra o venta sobre unos activos que pueden ser los mismos que los que sirven de base a la contratación de los mercados de futuro, principalmente, divisas y títulos. El único motivo para ejecutar esa opción es el logro de una ganancia, ya que en caso contrario el comprador simplemente abandona su posición perdiendo la prima entregada inicialmente al vendedor, que supone un porcentaje mínimo (1% - 5%) del valor del activo subyacente.

Frente a los mercados anteriores, que se consideran organizados en la medida en que existe una normalización de los contratos y unas condiciones de negociación en mercados secundarios, por el contrario, los *swap* carecen de cualquier tipo de estandarización contractual o negociadora y se adecuan a lo pactado entre las partes contratantes. Supone por ello la máxima apuesta (a la fecha) de desorganización financiera, que permite la participación de cualquier sujeto económico que esté dispuesto a intercambiar unos activos por otros, sean monetarios, futuros u opciones.

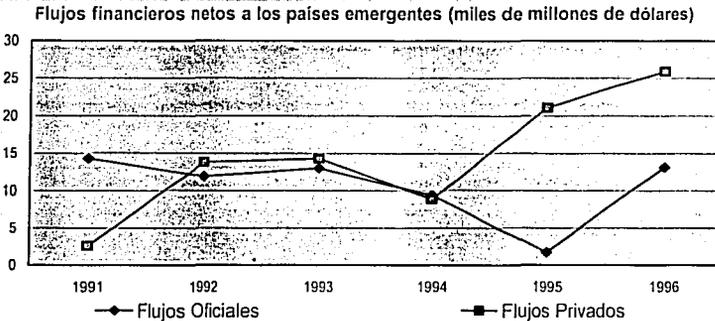
Estas operaciones permiten cualquier cruce de intercambio en cuanto a tipos de interés, obligaciones, instrumentos con o sin garantía, divisas o préstamos, de modo que los contrayentes cambian sus activos en unas condiciones de recompra que ellos mismos determinan. Las cifras alcanzadas por esas contrataciones son definitivamente estratosféricas: 2 billones de dólares en

1988, casi 3,5 billones en 1990, 8,5 billones en 1993 y cerca de 18 billones en 1995.

3.3 MERCADOS FINANCIEROS EMERGENTES

Recordemos que los recursos aportados por los gobiernos accidentales y por los organismos oficiales internacionales prevalecieron en el conjunto de los países no desarrollados, hasta los primeros años de la década de los noventa y después fueron sustituidos por una gran cantidad de flujos de inversión y de préstamos de carácter privado.

Este proceso se observa tanto en América Latina como en los "países en transición" de Europa del Este y de Asia oriental, denominando con ese término a los países que a finales de los ochenta comenzaron el proceso de democratización política y de transformación estructural de sus economías con tendencia a la expansión interna de las relaciones de mercado y a la creciente apertura a los mercados internacionales.



Datos tomados de: Kennes Walter. *Small Developing Countries and Global Markets*. Chicago, 1999

En el intervalo de 1991 a 1996, los recursos oficiales han representado (de más a menos) el 46% de los 160 000 millones de dólares canalizados hacia

ese grupo de países, distribuyéndose del siguiente modo: el 20% fueron donaciones, el 10% créditos otorgados por el FMI y el 16% restante se repartió en proporciones similares entre créditos bilaterales y otros de carácter multilateral concedidos por el Banco Mundial y los bancos regionales para el desarrollo.

Los recursos privados han seguido un proceso inverso. Su cuantía era mínima a comienzos de la década, pero el fuerte aumento registrado en los años posteriores (aportando dos tercios del total) ha dado lugar a que en el conjunto del periodo hayan constituido el 54% del total de flujos financieros captados por esos países. El mayor incremento ha correspondido a las inversiones directas y en cartera que, desde cifras exigidas al inicio, han totalizado 52 000 millones de dólares, suponiendo algo menos de la tercera parte de los recursos recibidos en el periodo. El otro 22% ha corrido a cargo de los préstamos, las emisiones de obligaciones y otros instrumentos gestionados en los mercados financieros externos.

En conjunto, la participación de las tres zonas en los mercados internacionales se ha elevado hasta casi el medio billón de dólares durante el intervalo de 1992 a 1996, de ellos el 56% ha correspondido a los países del área asiática, el 39% a los países de América Latina y sólo el 5% a los países de Europa del Este, cuya incorporación es más reciente.

3.3.1 América Latina

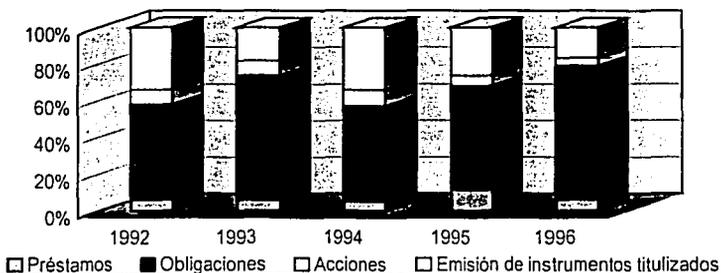
De 1992 a 1996 esta región obtuvo 192 000 millones de dólares procedentes de los mercados internacionales de capital. La mayor parte de esos recursos fueron captados mediante la emisión de obligaciones, que aportaron casi el 64% del total. Es así que con un total cercano a 125 000 millones de dólares, esta región generó aproximadamente la mitad de las obligaciones creadas por las áreas emergentes, teniendo en cuenta que una parte de esas emisiones

corresponden a bonos múltiples vinculados a pagos de la regeneración de la deuda externa que aún se arrastran desde los años ochenta.

Las emisiones se concentraron en tres países, destacando en primer lugar, México con casi 45 000 millones, equivalentes al 36% de las obligaciones creadas en la región Latinoamericana. A continuación figura Argentina y Brasil con casi cerca de 32 000 millones (26% cada uno). El 12% restantes corresponde a países emisores de menos cuantías, como Chile, Colombia, Venezuela y Perú. A excepción de México, que emitió una cuarta parte de sus obligaciones con tipos de interés variable o bien con opción a suscribir acciones, las demás emisiones fueron clásicas con tipos de interés fijos,

Los instrumentos titulizados constituyeron la segunda vía de acceso de América latina a los mercados de capital, aportando casi 45 000 millones de dólares, equivalentes al 23% de los recursos obtenidos por la región en los mercados financieros exteriores. En este caso el grado de concentración geográfica de las emisiones es aún más intenso que en las obligaciones, ya que sólo un país, México, ha generado más de la mitad de las líneas de crédito titulizadas, en su mayoría con instrumentos no garantizados (euronotas y billetes de tesorería), demás de una pequeña cuantía de *facilities* garantizadas.

Acceso a los mercados internacionales de capital de los países emergentes de América Latina



Datos tomados de: Kennes Walter, *Small Developing Countries and Global Markets*. Chicago. 1999

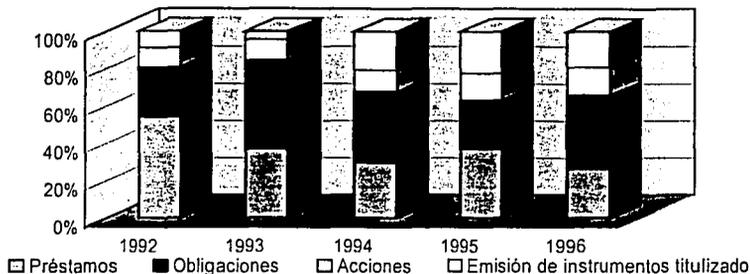
Se aprecia la paulatina inserción de la región latinoamericana en los mercados internacionales de capital, aunque su magnitud resulte modesta si se compara con los grandes mercados creados en los países desarrollados. Sin embargo, esa inserción es muy superior si se considera la fuerte entrada de inversiones en cartera para participar en los mercados nacionales, principalmente de deuda pública. Ha de tenerse en cuenta que se trata de un proceso de integración reciente, que se ha ido abriendo paso a través de los programas de ajuste que se aplicaron durante los años ochenta.

3.3.2 Asia Oriental

De 1992 a 1996 la Cuenca Asiática del Pacífico tuvo acceso a unos 280 000 millones de dólares en los mercados internacionales de capital, es decir, casi un 50% más que América Latina, debido a que en esta región se encuentran economías de la talla de Corea del Sur, Tailandia, Indonesia, Malasia y China, además de contar con países que son exportadores netos de capital financiero, como Singapur, Hong Kong y Taiwán. Se trata de economías que han venido presentado un altísimo ritmo de crecimiento a lo largo de los años ochenta y noventa, lo cual les ha permitido dotarse de una importante capacidad productiva, comercial y financiera.

Los recursos canalizados desde el exterior se han distribuido en tres partes relativamente similares: emisión de obligaciones (37%), préstamos (35%), emisión de acciones (14%), instrumentos titulizados (14%). En el conjunto de las áreas emergentes esta región tiene una presencia mayoritaria en la captación de préstamos y en la emisión de acciones, en los que supone el 82% y el 76% de los recursos recibidos por los países emergente.

Acceso a los mercados internacionales de capital de los países emergentes de Asia Oriental



Datos tomados de: Kennes Walter. *Small Developing Countries and Global Markets*. Chicago. 1999

En el intervalo de 1992 a 1996 estos países asiáticos han colocado más de 100 000 millones de dólares en el mercado de obligaciones. Destacan, en primer lugar, las grandes emisiones llevadas a cabo por Corea del Sur con valor de 37 000 millones de dólares, seguidas a distancia por China, Hong Kong y Tailandia cada uno de ellos con 13 000 a 14 000 millones de dólares, más lejos quedan Malasia e Indonesia con menos de 7 000 millones de dólares, mientras que en el resto de los países de la región las cifras son muy inferiores.

En esta región se ha constituido un grupo de países que ha llevado a cabo una inserción creciente en los mercados internacionales de capital. Corea del Sur ostente el lugar más destacado, pero también Indonesia, Tailandia y China ocupan lugares importantes entre las economías emergentes. Sin ignorar la fortaleza financiera de Hong Kong, Taiwán y Singapur, que son exportadores netos de capital, principalmente en forma de inversiones directas y en cartera.

3.3.3 Europa del Este

El cambio político que inició Polonia en 1989 y que fue seguido en los años posteriores por el resto de los países de Europa Oriental, junto con la

desaparición de la Unión soviética a finales de 1991, significó el derrumbe de los sistemas de tipo soviético y el desmantelamiento del antiguo bloque del Este. Comenzó entonces el proceso de transformación de sus estructuras económicas y sociales con la intención de incorporarse al desenvolvimiento de los mercados internacionales, partiendo de unas condiciones ciertamente diferentes a las que existían en otras regiones emergentes como América Latina y Asia Oriental.

Los países europeos y asiáticos que habían pertenecido al bloque soviético procedían de un sistema económico cuyas características internas y externas eran muy distintas a las vigentes en el sistema capitalista en el cual querían integrarse. Salvo una parte reducida de sus intercambios con los países subdesarrollados, su comercio exterior no se efectuaba en divisas, ni tampoco funcionaba según los criterios y precios internacionales. Sus monedas carecían de convertibilidad con respecto a las divisas internacionales.

Las inversiones extranjeras que existían en sus territorios eran mínimas, no disponían de auténticos sistemas financieros y su funcionamiento interno mostraba una escasa monetización de las relaciones económicas. Los préstamos que habían recibido de los mercados internacionales no eran grandes y, sin embargo, habían generado una pesada carga financiera en Hungría, Polonia y la Unión Soviética. Los problemas productivos que arrastraban desde tiempo atrás obstaculizaba gravemente su potencial de crecimiento.

De ese modo, a comienzos de los años noventa hicieron su aparición en la escena mundial un grupo de países cuyas economías estaban cargadas de problemas, carentes de ahorro interno y necesitadas en extremo de recursos financieros exteriores. La propuesta de cambio que diseñaban los nuevos gobiernos contenía los mismos elementos que las políticas económicas implementadas en los países desarrollados y en América Latina durante los

años ochenta: estabilización monetaria, liberalización de las relaciones económicas internas y apertura al exterior.

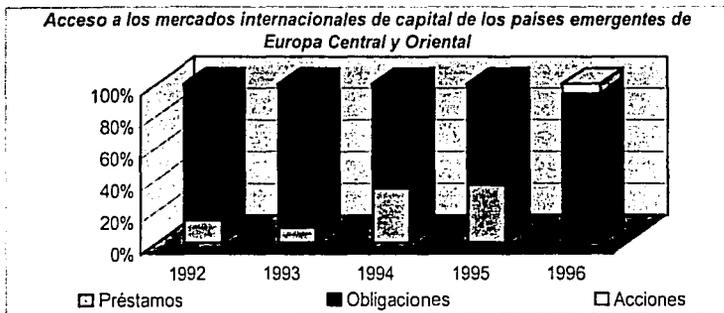
Sin embargo, su materialización fue adoptando e intensidades distintas en cada país, en función de distintas cuestiones: los grupos de intereses dominantes, los procesos sociales surgidos en su interior, las condiciones concretadas heredadas del sistema anterior y el tratamiento concedido por los gobiernos occidentales y por los organismos internacionales a cada uno de ellos. En algunos países esos programas fueron estrechamente supervisados por el FMI como contrapartida a los préstamos concedidos por esa institución y al aval otorgado ante los acreedores occidentales para la renegociación de la deuda externa que arrastraban.

Los recursos provenientes de instituciones públicas (6 300 millones de dólares) suponían en 1991 más del 70% del total de los flujos netos llegados a esos países. Esa ayuda oficial se componía de donaciones, créditos bilaterales y préstamos aportados principalmente por el FMI y, en menor medida, por el Banco Mundial y la Unión Europea. Los recursos de carácter privado eran muy limitados (2 600 millones de dólares) y consistían en pequeños volúmenes de inversión directa.

En los años posteriores los recursos externos fueron aumentando de manera más rápida que en las otras experiencias, pasaron a componerse principalmente de flujos de carácter privado. En el intervalo de 1992 a 1995 las donaciones se mantuvieron en torno a 3 000 millones 4 000 millones de dólares, mientras que los préstamos netos experimentaron un retroceso, debido a que la afluencia de nuevos créditos era lenta y a que existían salidas para pagar (al menos en parte) el servicio correspondiente a la deuda anterior, a cargo de Hungría, Chequia y otros países que no renegociaron su deuda con los acreedores de los clubes de París y Londres.

Después del empuje experimentado durante el año de 1996, el volumen de entrada de inversiones directas se elevó hasta los 42 000 millones de dólares, lo que supone un incremento considerable si se compara con la situación de partida, aunque sigue representando una cifra muy reducida si se compara con el volumen mundial o con el valor de las inversiones que llegan a otras zonas emergentes. Cerca del 60% de esas entradas se han concentrado en los tres países en los que las reformas han adquirido una mayor profundidad, esto es, Hungría con casi 13 000 millones, Chequia con 6 500 millones y Polonia con 5 000 millones.

Constituyen un elemento de transición entre la internacionalización de unos mercados domésticos aún reducidos (donde se crean y se cotizan esas acciones) y la integración en los mercados internacionales (donde se negocian como un instrumento financiero). En lo que concierne a la vinculación directa con los mercados de capital, el proceso de integración se encuentra en sus inicios, pues cuenta con la participación de un número reducido de países que utilizan una escasa gama de instrumentos financieros y que realizan un modesto volumen de operaciones.



Datos tomados de: Kennes Walter. *Small Developing Countries and Global Markets*. Chicago, 1999

La afluencia de europréstamos y otros créditos privados internacionales ha estado acoplada a la necesidad de garantizar a los acreedores una cierta

estabilidad monetaria y de mostrar avances en las reformas institucionales. A la vez, algunos países de la región han tenido que demostrar su solvencia para hacer frente a la deuda acumulada, o bien negociar su reestructuración en los clubes de París y Londres. Mientras estuvieron pendientes esas negociaciones y las reformas, era difícil que esos países obtuvieran créditos internacionales de carácter privado.

4.1 ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN

Invertir en los mercados financieros supone aceptar las reglas de un extraño juego repleto de artimañas, un juego que consiste en tratar de adivinar no cual es el verdadero valor de un instrumento, sino cuál va a ser el consenso de estimaciones del verdadero valor por parte de todos los jugadores.

Lo anterior resulta complicado, por ello es que se han desarrollado diversas técnicas que nos ayudan a estructurar las inversiones de acuerdo al mercado y a nuestros intereses, de la mejor manera posible. Sin embargo, existen otros factores que también influyen en un mercado y en un inversionista. Con la globalización financiera las diferencias entre los mercados financieros (casi perfectos y los aquellos que están lejos de serlo, saltan a la luz pudiendo verlas desde distintos ángulos:

1. Evaluación del mercado siguiendo estándares internacionales.

Dentro de esta categoría hay una gran variedad como lo son las escalas utilizadas por Standard & Poor's, Moody's, Fitch, el Fondo Monetario Internacional o corredurías internacionales.

2. Elementos de los que depende un inversionista en un mercado perfecto:

- a) De la incorporación y organización de la información.
- b) De la existencia de una estrategia de inversión propia y apropiada.
- c) De la inserción de un sistema propio (o de un asesor) que vincule tanto los avances informáticos como las telecomunicaciones (avances tecnológicos).

3. Elementos de los que depende un inversionista en un mercado imperfecto.

Además de los incisos a), b) y c) anteriores agregamos:

- d) Los nexos o vínculos de relación con entidades políticas y financieras (información selectiva o privilegiada).
- e) El crédito real o artificial del que goza diferenciadamente un agente o agencia económica.

Cabe resaltar que en un mercado financiero perfecto la diferencia entre rendimientos y ganancias entre los inversionistas depende de la **estrategia de inversión**, es decir, de la forma como distribuye sus recursos y de las decisiones que toma para vender y comprar instrumentos financieros o títulos valor. Existen distintas orientaciones para los inversionistas en los Mercados Bursátiles, particularmente en los Mercados de Capital, para estructurar las inversiones. En general, hay y coexisten dos diferentes enfoques:

I. Análisis Fundamental

Considera la situación y desempeño de las economías nacionales, a los sectores y ramas de la economía en las que se ubican las empresas listadas públicamente. Este procedimiento no se enfoca en las acciones del mercado, revisa el desempeño económico o al mercado real bajo el supuesto de que existe una relación directa entre lo que ocurre en el mercado de valores y lo que pasa en la economía y entre el presente accionario y el futuro económico.

II. Análisis Técnico

Parte de observar en forma histórica a las acciones tanto individualmente como en relación al mercado. En este tipo de análisis, el mercado de valores es el principal objeto de estudio o el único. Las técnicas más susceptibles de ser aplicadas son aquellas que proyectan el futuro (de manera racional) como lo son las técnicas estadísticas (incertidumbre), probabilísticas (riesgo) matemáticas (cuasi-certeza), de cómputo (heurísticas, inteligencia artificial), entre otras.

III. Nuevas Orientaciones

Este enfoque, combina la base tanto del análisis fundamental como la del análisis técnico además, requiere de conocimientos específicos en uno o más campos como: procesos estocásticos, sistemas dinámicos, modelos heurísticos, teoría del caos, fractales, programación estocástica, series de tiempo, etc.

Una vez decidido cual será el enfoque de la estrategia de inversión a implementar deben añadirse dos condiciones: los momentos de entrada y salida del mercado financiero. Esto, por sí mismo, servirá para caracterizar con precisión una inversión y su posible resultado de acuerdo al tipo de instrumento.

En los mercados imperfectos la estrategia de inversión y los momentos de ingreso y salida del mercado no son las únicas condiciones del rendimiento, a éstas hay que agregar: el capital disponible, la capacidad de financiamiento y la posición que guarden con los dealers o brokers autorizados a operar.

Es importante notar que la etiqueta de "experto" que en un mercado perfecto se concede a la eficiencia de la estrategia de inversión, en un mercado imperfecto se da al capital, acompañado del poder y pertenencia a una élite o a una red de peso económico o político, es decir, mientras más imperfecto sea un mercado más diferenciado e inequitativo es.

A pesar de ello, hay quien afirma que el Análisis Técnico es perfectamente capaz de producir una estrategia de inversión exitosa puesto que las diversas imperfecciones del mercado se insertan en su comportamiento y son, por lo tanto, parte de las tendencias o zig-zag del comportamiento previo o futuro. De manera contraria, en el Análisis Fundamental las imperfecciones del mercado generan oportunidades de especulación que generalmente tienen poca relación con la economía real.

4.2 ANALISIS FUNDAMENTAL

El análisis fundamental se concentra en las teorías financieras y económicas, así como también en los desarrollos políticos, para determinar las fuerzas de la oferta y la demanda. Comprende la revisión de los indicadores macroeconómicos, los mercados de activos y las consideraciones políticas al evaluar la moneda de una nación en relación con otra. Los indicadores macroeconómicos incluyen cifras tales como las tasas de crecimiento; según las mediciones del Producto Interno Bruto, las tasas de interés, inflación, desempleo, masa monetaria, reservas de moneda extranjera y productividad.

Su utilización supone asumir que el mercado se moverá por un criterio racional en la valoración de empresas y, por lo tanto, en sus cotizaciones. Su finalidad es llegar a una conclusión sobre el valor teórico de las compañías, y basándose en éste recomendar comprar, mantener o vender las acciones en cada momento y a cada nivel de cotización. Por lo tanto este análisis es el estudio, tanto financiero como no financiero, de toda la información disponible en el mercado que afecta a valores cotizados con el objetivo de llevar a cabo inversiones eficientes.

Este análisis supone que existe un valor intrínseco para cada título que depende esencialmente del potencial de obtención de beneficios de la empresa. Este valor intrínseco se determina a través de un cuidadoso análisis y previsión de la economía, del sector industrial y de la empresa. Se debe tener presente que una inversión eficiente debe ser aquella que persiga la maximización del patrimonio del inversor, basándose en criterios racionales de decisión.

Además, dentro del análisis fundamental podemos hablar de dos enfoques, técnicas o sistemas de llevar a cabo dicho estudio. La primera de ellas pone énfasis en los elementos macroeconómicos que afectan a la acción, por lo que aborda el problema de la valoración desde lo general a lo particular, de ahí su nombre: "*top-down*" (de arriba a abajo). Es fácil deducir que la segunda adopta el punto de vista opuesto, fijándose en aquellos aspectos inherentes a la propia

empresa que pueden influenciar la valoración es el análisis "bottom-up" (de abajo a arriba). A continuación ampliamos la explicación de los mismos.

4.2.1 Técnica Top – dow

Como bien expresa su denominación, es el análisis que va desde arriba hacia abajo. Es el que va de lo general, lo global, a lo concreto. Es ir descendiendo empezando por analizar el mundo para terminar examinando a la empresa en sí. Los pasos serían pues los siguientes:

- *Análisis macroeconómico internacional*

Debe perseguir obtener una visión generalizada de la situación para encuadrar el análisis nacional. Este debe analizarse más, ya que de él dependerán muchas de las variables que se utilizan para estimar los estados financieros futuros de las empresas. Se estudia el panorama económico mundial para poder decidir que economías nacionales gozan de mejor salud y perspectivas. Fundamentalmente se analiza el crecimiento presente y futuro, a través del Producto Interno Bruto, el entorno político, las políticas monetarias, etc. Se trata de averiguar dónde está la oportunidad de inversión, dónde el ratio rentabilidad-riesgo sea más favorable.

- *Análisis sectorial*

Una vez que sabemos cual es el país o la zona que nos ofrece más seguridad, más posibilidades en definitiva, el siguiente paso es decidir el sector que dentro de esa coyuntura favorable está mejor situado. Porque dependiendo de por dónde venga el crecimiento habrá sectores que se verán impulsados más que otros. Es decir, si el crecimiento viene por demanda interna, los sectores de consumo estarán mejor posicionados, si viene por demanda exterior los sectores muy exportadores se verán favorecidos. Se analizan las variables específicas de cada uno, su situación en el ciclo, sus debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades.

- *Análisis institucional y de compañía*

Aquí ya hemos llegado a la base y hay que examinar la salud financiera de la empresa y su situación comparativa en el sector. Habrá que estudiar los condicionantes del sector y cómo afectan a la compañía directamente. Se concentra en las variables específicas legales y de gestión de la empresa. En el aspecto legal su correcta comprensión es importante, ya que evitará sorpresas y permitirá adelantarse a la incidencia que pueda tener cualquier cambio.

Una vez examinado el entorno sectorial, la competencia, etcétera, hay que centrarse en la compañía, su estructura financiera, en definitiva ver si presenta buenas o malas perspectivas de negocio en el futuro. Es aquí cuando entramos a analizar el balance y los ratios de la empresa para obtener toda la información posible. Hay partidarios del análisis top-down que defienden que el mercado bursátil no es sino un reflejo del pulso económico global y que es evidente que si la economía crece, crecerá el beneficio de las empresas, lo cual tendrá reflejo inmediato en las cotizaciones.

4.2.2 Técnica Bottom – up

Es el contrario, el sentido inverso, empezamos por el valor concreto, pero ni la coyuntura a nivel sectorial ni la coyuntura económica nacional son importantes. Este análisis se centra en el valor y su comportamiento bursátil fundamentalmente. En cuanto a la empresa, hacemos un estudio como el mencionado en el anterior método. Se trata de averiguar la creación de un valor de esa compañía concreta a través del balance, de los ratios y en función de lo presente y pasado realizar previsiones futuras. Esto nos dará una idea de lo que podemos esperar en cuanto a la evolución del valor.

Una vez analizada la empresa, su estado actual y sus planes de futuro, nuevas inversiones, productos, etc., hay que ver si realmente eso está todo recogido en la cotización porque es a través del análisis conjunto de ambos donde

podremos encontrar ineficiencias del mercado y por tanto oportunidades interesantes de inversión. El análisis de la información financiera de una empresa busca conocer el nivel de crecimiento que podemos esperar de esa compañía en un futuro y acotar el riesgo existente en tres campos:

1. **Negocio:** definido como la incertidumbre de beneficios y flujos de caja que dependen de las ventas y el nivel de apalancamiento operativo.
2. **Apalancamiento financiero:** capacidad de hacer frente a los pagos de las deudas contraídas que vayan venciendo, así como a la estructura de la empresa en cuanto a qué parte está a largo plazo y cuanto a corto.
3. **Financiación externa:** capacidad de financiar inversiones con capital ajeno.

4.2.3 Variables macroeconómicas

Vamos a empezar analizando las características de las variables macroeconómicas básicas y su influencia en el mercado bursátil. Una vez examinadas estas variables, plantearemos lo que es el Modelo de Minsky pues resultará más fácil entenderlo y llevar a cabo su aplicación teniendo claro el funcionamiento del análisis fundamental. Las variables macroeconómicas de nuestro interés son:

➤ Tipo de interés

Son muchos los tipos de interés a los que podríamos prestar atención, pero si hay que escoger dos que tienen especial influencia en el comportamiento bursátil, estos serían, por orden de importancia, la Tasa Interna de Retorno (TIR) del bono a largo plazo, pues es un reflejo de la media de expectativas de tipos a los que se van a descontar los flujos en los próximos años, y el Tipo de Intervención, la expresión más clara de la política monetaria futura del banco central.

Finalmente, deberemos tener en cuenta que los tipos de interés que vemos en los mercados son tipos de interés nominales, o lo que es lo mismo, los tipos resultantes de sumar las expectativas de inflación a la proyección de tipos de interés reales. Normalmente, el elemento más volátil en la composición de los tipos de interés nominales es la inflación. El tipo de interés real varía puntualmente y es expresión de la voluntad restrictiva o acomodaticia de las autoridades monetarias, por lo que se tiende a utilizar una media histórica que simplifica el análisis.

Hay cuatro razones fundamentales para explicar la importancia de los tipos de interés en el comportamiento de las cotizaciones:

1. Las rentabilidades relativas entre instrumentos

Cuando los tipos de interés bajan, las rentabilidades de los instrumentos de renta fija disminuyen y el ahorrador invierte en la Bolsa buscando retornos más jugosos aceptando un mayor riesgo. Este incremento de la demanda presiona al alza los precios. Si lo que hacen los tipos es subir, aumentará el atractivo de la renta fija y el ahorrador migrará de la bolsa, pues los bonos ofrecerán una atractiva rentabilidad con un menor riesgo.

2. El coste de financiación

Si bajan los tipos de interés, el coste de las cargas financieras será menor tanto para particulares, que tenderán a consumir más, como para empresas, que aumentarán sus beneficios. Lo contrario ocurrirá si el proceso en los tipos es el inverso.

3. La rentabilidad mínima en las inversiones

Unos menores tipos de interés se traducen en una tasa interna de retorno exigida a los proyectos de inversión menor, con lo que proyectos que antes no habrían sido aceptados por su baja rentabilidad lo son ahora. Así, aumenta la inversión, crece la economía, hay mayores beneficios, suben las cotizaciones y eso vuelve a traducirse en una disminución de la tasa

interna de retorno. Es lo que se ha dado en llamar "círculo virtuoso de la inversión". En caso de subidas de tipos, tendríamos una evidente contracción.

4. *El valor actualizado de los retornos futuros*

Si los tipos de interés bajan, el valor hoy de los beneficios futuros de la empresa es mayor. Llevado este proceso al extremo, si los tipos descendiesen hasta 0, nos sería prácticamente indiferente recibir un dividendo hoy o dentro de un año. Así pues, cuanto menor sea el tipo de descuento, mayor es el valor presente de los flujos y más valen las empresas, es decir, más vale la bolsa. Si los tipos suben, menos valdrán los flujos hoy, es decir, menos valdrá la bolsa.

➤ *Inflación*

En realidad sería más correcto haber puesto al epígrafe anterior "el cambio de precios", pues la inflación sólo comprende la subida de los mismos. La inflación viene provocada o bien por un desequilibrio entre demanda y oferta o por un incremento en la masa monetaria. En el primero de los casos los proveedores de bienes y servicios elevarán los precios hasta que se produzca un ajuste de demanda y en el segundo una mayor cantidad de dinero con la misma cantidad de productos hará que se necesite más dinero para comprar el mismo producto.

Puestos a puntualizar, conviene distinguir entre deflación e inflación pues llegan a confundirse ambos términos. Deflación se utiliza cuando se experimenta una bajada absoluta en el nivel de precios, no así un alza. Hasta hace poco tiempo esta simplificación habría sido irrelevante, pero el fin del milenio nos ha traído suficientes indicios de deflación como para hacer esta salvedad.

➤ *Tipo de Cambio*

De manera esquemática hay dos tipos básicos de regímenes cambiarios:

- a) Fijo, en el que se señala una paridad o una banda de fluctuación en la cotización de la moneda local con respecto a la moneda fuerte del área económica, buscando una estabilidad cambiaria que facilite el desarrollo económico.
- b) Flotante, en el que los bancos centrales se mantienen al margen y dejan que los tipos de cambio se determinen en cada momento por las fuerzas del libre mercado.

Veamos porque es importante el tipo de cambio. Supongamos la existencia de un déficit por cuenta corriente, esto quiere decir que se importa más de lo que se exporta, por lo que habrá más demanda de moneda extranjera para comprar los bienes y servicios a importar de la que los extranjeros que importan los bienes y servicios del país mostrarán por la moneda local. Eso forzará al banco central a vender moneda extranjera al tipo de cambio oficial para cubrir toda la demanda.

Las reservas de divisas se irán agotando, y el banco central no tendrá más remedio que incrementar los tipos de interés con el objeto de atraer flujos de divisas que le permitan mantener un nivel de reservas aceptables. Si la situación de desequilibrio persiste, es probable que el banco central se plantee una devaluación de la moneda, es decir, una fijación de un nuevo tipo de cambio oficial que refleje más fielmente la situación de demanda-oferta de la moneda local.

➤ *El déficit público*

El déficit público refleja simplemente la diferencia entre ingresos y gastos del estado. Si bien no es fácil encontrar la relación inmediata entre déficit públicos y cotizaciones bursátiles para ello debemos tomar nota de que el déficit fiscal se financia con deuda. Un déficit creciente hará que la necesidad de emitir

deuda sea mayor, necesitándose tipos de interés más altos para colocar la cantidad adicional de bonos.

El gasto público es parte del combustible del crecimiento económico. Es previsible que un déficit público creciente haga necesarias medidas de contención fiscal en algún momento, y una de ellas será una disminución no sólo en gasto sino en inversión pública. Los analistas ajustarán sus previsiones de crecimiento si perciben un incremento desmedido del déficit público.

Los superávits fiscales, por deducción, tienen un efecto salutar en los mercados bursátiles, pues reducen los costes financieros y liberan recursos en la economía productiva. El tremendo impulso que el superávit fiscal norteamericano ha dado a los mercados de aquel país al final de la década de los noventa es buena prueba de ello, aunque también ha mostrado lo efímero de los superávits fiscales con una clase política que no es famosa por cultivar el ahorro público (debate entre incrementar los gastos sociales o reducir impuestos personales.)

➤ *La balanza por cuenta corriente*

La balanza por cuenta corriente registra el comercio de bienes y servicios y las transferencias. De manera muy simple, si se exporta más de lo que se importa habrá un superávit por cuenta corriente y si se importa más de lo que se exporta habrá un déficit. Como ocurre con el déficit público, el estado de la balanza por cuenta corriente no es una magnitud fundamental en la determinación del valor de un instrumento de renta variable.

Más bien ambos actúan como alarmas, alertando de situaciones que pueden desembocar en procesos económicos de envergadura. Si en el caso de un déficit público elevado cabía prever un futuro restrictivo, en el caso de la balanza por cuenta corriente son de esperar correcciones del desequilibrio, fundamentalmente vía ajustes en el tipo de cambio o en los tipos de interés.

4.3 MODELO DE MINSKY

Heyman P. Minsky nació en 1919 en Chicago, Estados Unidos. Inició sus estudios universitarios en la Universidad de Chicago en 1937, un años después de que Keynes publicara su teoría general. Minsky se inició primero por las matemática y la física posteriormente, tras conocer a Oscar Lange, Jacob Viner y Henry Simons que enseñaban economía en esa misma universidad, reorientó su carrera hacia esta disciplina y obtuvo en Harvard sus grados de maestría y doctorado.

Los errores y los aciertos de la política económica estadounidense posterior a la gran depresión, así como el debate internacional sobre la política económica anticíclica al término de la segunda guerra mundial, influyeron de manera determinante en su formación. Su amistad con Paul Douglas (el de la función Cob-Douglas), Abba Lerner y Gerhard Meyer dejó huellas imborrables en su concepción teórica, en particular en su escepticismo respecto al poder equilibrador de los mercados, la preocupación por explicar el ciclo económico, la cautela en el uso de las técnicas matemáticas y el rechazo a radicalismos dogmáticos.

Al igual que Keynes, Minsky investigó el comportamiento de una economía monetaria con cierto grado de desarrollo financiero y que crece en condiciones de incertidumbre no cuantificable. Esta última característica, que los distingue la teoría convencional basada en la certidumbre actuarial (mediante el cálculo de probabilidades), tiene consecuencias trascendentes en ese marco institucional, pues induce un ciclo económico por la volatilidad de las expectativas.

Lo definitorio de la obra de este economista es la importancia del sistema financiero para comprender las fluctuaciones económicas y el crecimiento. Destacaba que a la larga la acumulación de deuda restringe las inversiones empresariales y conduce a la reducción financiera y la recesión. Las políticas fiscal y monetarias (tema importante de sus investigaciones) pueden contener de modo temporal la inestabilidad financiera pero, las políticas no pueden evitar que esta estalle de manera periódica.

Antes de presentar uno de los modelos desarrollados por Minsky (*El Patrón Clásico de un Boom*) haremos mención del marco teórico que dio origen a dicho modelo: el estudio del Comportamiento de los Grupos (*mob psychology*). Dicho estudio identifica cuales son las características o condiciones que llevan a un grupo de personas (en este caso de inversionistas) a asumir una u otra posición y verla reflejada en su comportamiento y sus decisiones.

4.3.1 Racionalidad individual e irracionalidad grupal

La base de los análisis técnico y fundamental así como sus orientaciones a sido la racionalidad aunque en la operación diaria los inversionistas llegan a estar más allá de lo racional, es decir, *irracionales*. En la historia de todo mercado financiero existe un proceso misterioso por medio del cual, al parecer, los inversionistas están dispuestos a perder dinero; comparando cuando el mercado sube y vendiendo cuando el mercado baja, cuando debería de ser al contrario.

También se ven ciertas épocas en las que un grupo de inversionistas o el mercado total, literalmente se vuelve loco por un bien o grupo de bienes haciendo que suban los precios fuera de cualquier rango racional y de control. A estos periodos de irracionalidad se le ha llamado: burbujas (*bubbles*), manías especulativas (*speculative manías*), especulación frenética, *booms*, etc.

Una explicación del comportamiento irracional de los inversionistas con fundamentos psicológicos, radica en el hecho que el ser humano actúa de manera distinta como miembro de un grupo que como individuo. Como la actividad de los mercados financieros es, necesariamente social (porque tiene que haber comprador y vendedor), el análisis psicológico del comportamiento irracional que asumen los inversionistas en los mercados, necesariamente implica el análisis de grupos.

Un grupo de personas (en este caso inversionistas) se transforma en una muchedumbre psicológica (*mob psychology*) cuando los sentimientos y las ideas de las personas en un grupo toman un solo sentido, cuando la conciencia individual desaparece. Una mente colectiva se forma, sin duda transitoria, pero con características muy claramente definidas.

Una característica importante de la muchedumbre es que no distingue entre lo subjetivo y lo objetivo, es decir, acepta como real las imágenes que se le plantean, aunque normalmente tienen muy poca correlación con los hechos observados. Como la gente sólo piensa en imágenes, sólo se puede impresionar con imágenes. Esta característica aplica totalmente en los mercados financieros. Hay mucha gente, mucha conmoción y una imagen sencilla para impresionar es la de ganar dinero fácil e instantáneo.

La percepción del inversionista como miembro de un grupo es la de dejarse influir por otros miembros del grupo, pero el grupo a su vez, en situaciones de alta incertidumbre prefiere dejarse guiar por algún experto sin embargo, en problemas tan complejos como los de la inversión, los expertos también pueden fallar. Esto se debe a que los expertos también pueden formar parte de un grupo. Específicamente algunas consecuencias de la mente colectiva son:

- *La influencia del grupo.*

En un experimento realizado en un cuarto oscuro se muestra a un grupo de personas un puntito de luz. El punto tiene la apariencia de moverse, sin hacerlo. Se pregunta a los distintos miembros del grupo cuánto se ha movido el punto. Cuando contestan individualmente, hay una variación muy grande. Cuando contestan oyendo a los otros miembros del grupo, la variación disminuye a casi cero. Estos fenómenos físicos y mensurables reflejan una realidad psicológica que todos conocemos: tenemos tendencia a dejarnos influir por el grupo al que pertenecemos.

- *La influencia del experto.*

Cuando un grupo se enfrenta a una situación de alta incertidumbre (como es la de inversión) tiende a acudir a un experto para que le ayude en su decisión. Cuanto mayor es la incertidumbre, mayor necesidad hay de un experto o varios de ellos. Y cuanto más concuerdan los expertos, y cuanto mayor se hace el grupo, más razón parecen tener. Esto hace que, por difícil y subjetivo que sea un tema como la inversión, la realidad que el grupo percibe se pueda volver casi objetiva, por la cantidad de opiniones expresadas en su favor.

- *La fiabilidad del experto*

Pero el experto, sobre todo en el campo de las inversiones, tiene tendencia a fallar. En un estudio se encontró que las inversiones realizadas en el mercado accionario de EU, escogidas por asesores profesionales de inversión (de 1929 a 1980), el 77% tuvieron un comportamiento peor que el índice del mercado correspondiente.

- *Los expertos también forman un grupo*

El motivo de los errores de muchos expertos es que también forman un grupo y se dejan influir entre ellos. En cualquier mercado es muy difícil aislarse de otros profesionales debido a que hay una relación entre ellos en el mismo piso de remates de la Bolsa correspondiente. Cuando se trata de analistas de acciones, no se puede evitar el contacto cuando se juntan en una reunión con una empresa cotizada en Bolsa. Además, también existen asociaciones y convenciones profesionales con el propósito de mejorar el funcionamiento del mercado correspondiente.

La realidad psicológica de los mercados en relación con el problema de la inversión se resumen en una sola frase: ***Opinión Contraria*** (*contrary opinion*), es decir, si la muchedumbre de expertos o inversionistas tiende a equivocarse, es necesario pensar en forma contraria a ella y obtener ventaja alguna.

Una aplicación clásica de la opinión contraria es el *Modelo de Minsky*, el cual, es una técnica de análisis y aprovechamiento de los booms. Un boom se puede definir como un auge exagerado del precio de un bien; la prueba de la exageración en el nivel de precio es precisamente el crac en el precio que sigue al boom. Los booms y los cracs forman parte del fenómeno de una crisis financiera.

Pero los booms no son sólo de los mercados accionarios, ha habido booms de canales (Inglaterra, Francia; 1772, 1823), mercaderes (Alemania, Inglaterra y Francia, 1799, 1836 y 1861), bonos extranjeros (Inglaterra, Francia, Estados Unidos; 1825, 1888 y 1924), divisas (marco alemán 1973, franco suizo 1979, dólar 1985), minas extranjeras, ferrocarriles, oro y plata. Como podemos notar, un boom se puede desarrollar indistintamente dentro del sector financiero.

4.3.2 Patrón clásico de un boom

Teniendo como base el estudio del Comportamiento de los Grupos, Minsky presentó un modelo de *carácter cualitativo* en el que señala que todo mercado financiero tiene un círculo específico al que llamó "**boom financiero**". Dicho modelo describe cada una de las etapas de un boom financiero el cual, sin ser un ciclo forma parte y se da dentro del ciclo económico de una economía determinada.

Cabe resaltar que no estamos presentando un modelo de ciclos de negocios, ni comercial, ni económico, ni estamos interesados en la periodicidad de los ciclos y crisis puesto que esto podría ser una discusión de diferentes clases de ciclos por ejemplo:

- *Ciclo de Kitchin*

Basado en el ritmo de las fluctuaciones en los inventarios de los negocios, periodicidad de 39 meses aproximadamente.

- *Ciclo Juglar*
Relacionado con la inversión en planta y equipo de un negocio, periodicidad de 7 a 8 años.
- *Ciclo de Kuznets*
Relacionado con los cambios realizados de generación en generación en el alza y caída de la construcción de vivienda, periodicidad de 20 años.
- *Ciclo de Konratief*
Posiblemente lemas dudoso, esta relacionado con la creación de inventos tecnológicos que marcan pauta, periodicidad de 50 años.

El modelo que a continuación presentamos describe el *patrón clásico de un boom financiero* que por su magnitud puede ser *consecuencia o causante* de una *crisis financiera*. Podemos usar como ejemplos el boom de 1987 del mercado mexicano de acciones que fue resultado de la crisis petrolera y financiera de 1986, y el famoso boom y crac de 1929 que fue causa de la crisis financiera posterior de estados Unidos, y finalmente la depresión de los años treinta.

De acuerdo con Minsky, independientemente del caso que se trate (causa - consecuencia); los eventos que conducen a un boom comienzan con un desplazamiento que brinda oportunidades para beneficiarse y al mismo tiempo cierra líneas ya existentes. Minsky escribió: "La naturaleza de este *desplazamiento* varía de un boom a otro pero cualquiera que sea el origen de este desplazamiento si es suficientemente grande y penetrante, alterará el panorama económico beneficiándose el sector menos importante de la economía"⁸.

Las fases que el modelo de Minsky propone durante la evolución de un boom financiero en el mediano (largo) plazo son las siguientes:

⁸ Ulrich Beck. *Manias, Panics and Cracs*. Nueva York. 1980.

➤ **FASE I EVENTO DETONANTE**

Fase inicial generada por un evento detonante (financiero, económico, político, social o tecnológico) que desprende atención. Esta fase se compone de tres etapas:

1. Desplazamiento
2. Crecimiento Gradual
3. Aumento de Liquidez

➤ **FASE II ASCENSO SOSTENIDO**

Fase de ascenso sostenido, surge un modelo toro con incrementos de precios aunque también se presentan ajustes en los mismos. Esta fase se compone de una sola etapa:

4. Ingreso de Novatos

➤ **FASE III CÚSPIDE DE PRECIOS**

Se revela nítidamente un mercado toro y se alcanza el pico o cúspide de precios. Esta fase comprende una sola etapa llamada:

5. Euforia

➤ **FASE IV TOMA DE UTILIDADES**

Se inicia un mercado oso caracterizado por una sucesión de toma de utilidades y cambio en la composición de los participantes del mercado (novatos y expertos). Esta fase se compone de dos etapas llamadas:

6. Salida de Conocedores
7. Crac

➤ **FASE V RECUPERACIÓN APARENTE**

En esta fase del boom, se produce una aparente recuperación, el mercado detiene su caída y busca un repunte que no alcanza el pico o cresta

anterior. A partir de ahí cambia la pendiente. Se compone de una sola etapa conocida como:

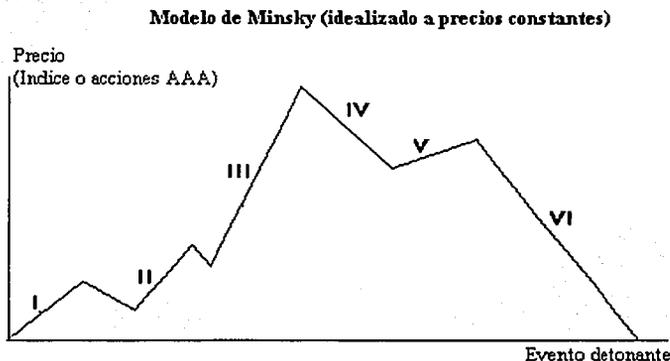
8. Pánico

➤ **FASE VI DECLIVE**

Última fase, el mercado se desploma sistemáticamente. Dicha fase presenta una sola etapa llamada:

9. Rechazo

Las fases presentadas a lo largo del desarrollo de un boom quedan representadas *grosso modo* en la siguiente gráfica propuesta por Minsky:



Cada una de las etapas que se presentan durante las seis fases del modelo quedan definidas de la siguiente manera:

- **Crecimiento gradual**

Después del cambio drástico en el ambiente de inversión ocasionado por el evento de desplazamiento, por lo regular sobreviene un ajuste gradual a las nuevas circunstancias.

- ***Aumento de liquidez***

El aumento de liquidez normalmente se da en forma simultánea al crecimiento gradual antes mencionado. De hecho, la existencia de dinero para invertir en el bien en cuestión (u objeto de especulación) es una condición necesaria para que haya un boom subsecuente.

- ***Ingreso de novatos***

El ingreso de novatos es una etapa que resulta de las condiciones anteriores- Por las ganancias importantes que se han realizado, el novato empieza a darse cuenta, y entra al mercado sin experiencia y sin conocimiento. Señales de esta etapa pueden ser: comentarios en periódicos no, pláticas abiertas en cócteles y reuniones (que tampoco son foros para este tipo de conversación), e interés mostrado en el mercado por gente que por lo común no está altamente calificada para la actividad de inversión (amas de casa, taxistas, dentistas, etc.). Otro indicador útil de esta etapa muchas veces lo constituyen las declaraciones oficiales de funcionarios sobre la bondad de la inversión en el mercado.

- ***Euforia***

La entrada de los novatos da como resultado una especie de euforia en el mismo mercado. Esta euforia se demuestra en alzas espectaculares e indiscriminadas del objeto de especulación (metales, acciones, commodities, etc). Se vuelve muy fácil ganar dinero, y casi imposible perderlo. Como consecuencia de ello, los inversionistas (e intermediarios que los asesoran) empiezan a sentirse omnipotentes.

- ***Salida de conocedores***

Con la entrada de los novatos y las alzas espectaculares en los precios, los conocedores ven los sintonías de un boom clásico y se empiezan a salir del mercado. Esto, a su vez, puede tener un efecto estabilizador en los precios que dejan de subir en la forma vertiginosa antes experimentada.

- **Crac**

El crac viene cuando, por primera vez, hay una baja importante en el precio del bien. El crac puede ser precipitado por algún evento o puede ser, sencillamente, una baja del precio porque el bien estaba sobrevaluado.

- **Pánico**

Después del primer crac, puede haber un ligero repunte, ya que todavía hay inversionistas que no quieren creer que el boom ha terminado. Posteriormente viene el pánico, cuando cada quien trata de salirse de la inversión como pueda. Cada idioma tiene frases propias de esta etapa: "every man for himself" (en inglés: "cada quien lo suyo"), "sauve qui peut" (en francés: "sálvese quien pueda"), "den letzen beissen die" (en alemán: "¡que los perros muerdan a los últimos!"); "Torschlüssspanik" (alemán: "las ansias de llegar a la puerta antes de que se cierre").

- **Rechazo**

Después de las pérdidas financieras (sin mencionar el traqueteo emocional) sufridas, son muchos los inversionistas que ya no quieren saber absolutamente nada del bien en cuestión. Esta etapa puede durar mucho tiempo o un plazo razonable.

Cabe resaltar que para Minsky hay fundamentalmente dos tipos de participantes en el mercado: los novatos y los expertos. En un mercado perfecto los novatos se caracterizan por carecer de un estrategia de inversión propia y eficiente. En un mercado imperfecto un novato lo es en tanto carezca de capacidad de respuesta rápida, no disponga de redes de información o su

capacidad de financiamiento sea limitada (aparte de la condición relativa a la estrategia de inversión se cumpla).

En cada fase existe el predominio de un tipo de participante, la fase I, II y III están dominadas por los expertos, la fase IV comienza a reflejar una recuperación híbrida por la que se incrementan los novatos. Esta situación sigue en la fase V en la que desaparecen los expertos. La fase VI va señalar la caída del mercado y la presencia de los expertos comprando títulos valor a precio relativamente bajo (al final de la curva). Es importante señalar que la gráfica a precios constantes será diferente, en ella la variación dependerá de la inflación reportada.

4.3.3 Booms Históricos

Antes de aplicar el modelo de Minsky, consideramos importante citar algunos de los booms que se han presentado a lo largo de la historia financiera y que por su magnitud e impacto en las economías respectivas a su origen y dentro del contexto internacional mencionaremos:

➤ *El Boom del Mississippi*

En 1716 John Law, hijo de un banquero escocés, exiliado de su país por haber matado a un rival en un duelo amoroso, llegó a Francia para ofrecer sus talentos financieros al gobierno de aquel país. Su primer acto consistió en convencer a las autoridades de emitir por primera vez papel moneda en un valor del doble de sus tenencias de oro y plata. Fue una idea monetaria bastante avanzada para aquella época, y dio por resultado un aumento importante de la actividad económica. Luego el señor Law, después de conseguir la concesión única para desarrollar el enorme valle del río Mississippi en EU, organizó una empresa, la llamada "Compañía del Occidente"; con la concesión como su único activo, empezó a vender acciones de ella ofreciendo dos alicientes a los inversionistas. Podían suscribir tres cuartas partes del valor de las acciones utilizando los billetes de papel moneda

inventados por él (éstos se estaban cotizando con un descuento del 80% sobre su valor nominal, tal era la desconfianza en moneda que no fuera de metal). Además, se les prometió un dividendo del 40% sobre lo invertido después de un solo año. Con estos atractivos, más la magia del Occidente, hubo 300,000 solicitudes para las primeras 50,000 acciones, y otras emisiones se tuvieron que hacer. Law aumentó lo atractivo de su empresa con la compra de monopolios comerciales de la China, la India y África, cambiándole el nombre por uno más exótico todavía, "Compañía Unida de las Indias". El aumento de precio fomentó la impresión de más billetes de papel moneda, impulsando a su vez otros aumentos en el precio de las acciones. El resultado fue que el valor de las acciones subió de 300 libras francesas en 1719 a 20,000 libras en 1720. En aquel año el valor de la empresa llegó a ser el equivalente a ochenta veces el valor de todo el oro y la plata de Francia. La calle de Quincampoix en París, donde se operaban las acciones de la empresa, adquirió el aspecto de una feria. Un zapatero alquiló su tienda a unos corredores en diez veces su sueldo mensual, y los alquileres de las casas de la calle subieron entre doce y dieciséis veces. Más de 30,000 personas llegaron de la provincia a París para participar en las operaciones de compra-venta. Hasta que estalló la burbuja. Los inversionistas empezaron a desconfiar tanto del papel moneda como de las acciones de la compañía, cuando el pánico y el precio de la acción bajó de 20,000, su nivel más alto a principios de 1720, a 200 libras en diciembre de ese mismo año. Law huyó de París, y murió en la pobreza y en la oscuridad en Venecia 1729.

➤ *El Boom del Mar del Sur*

La Compañía del Mar del Sur se había formado en Londres en 1711 con la concesión exclusiva para la explotación de América del Sur. Sin embargo, no fue sino hasta 1719 cuando empezó a haber interés en las acciones de la empresa. Una motivación importante fue la especulación en Francia alrededor de la Compañía de Occidente, al ver lo que estaba pasando en París, los inversionistas en Londres empezaron a comprar cada vez más acciones de su propia versión de la empresa parisiense. Hubo nuevas emisiones de acciones

en los meses de abril, julio y agosto de 1720. Los precios de las acciones subieron de 100 libras esterlinas en 1719 a 1,000 libras en el mes de julio de 1720. Pero el colapso de unas empresas fraudulentas en Inglaterra trajo consigo la caída del precio de la acción (y del mismo gobierno de la época) llegando el precio a un nivel de 160 libras en diciembre de 1720.

➤ ***El Crac de 1929, Estados Unidos***

Por su trascendencia dentro del sistema económico estadounidense, el crac de 1929 ha llegado a representar el prototipo de cualquier boom financiero. Después de casi una década de auge en el mercado accionario de Nueva York, los inversionistas estaban acostumbrados a un mercado con un solo sentido: hacia arriba. Estaban alentados a actuar a base de sus sentimientos, con la posibilidad de crédito de margen hasta nueve veces su propia inversión. Pero cuando el mercado se empezó a tambalear no hubo nada que impidiera la caída. El martes 29 de octubre (el famoso "martes negro"), el índice Dow Jones bajó 30 puntos (10%), operándose un nivel récord de 16 millones de acciones. Cuando las acciones llegaron a su nivel más bajo, en 1932, habían perdido 83% del valor de sus niveles máximos de septiembre de 1929. Por su parte, el índice Dow Jones no volvió a los niveles de 1929 sino hasta 1954.

➤ ***El Boom del oro y la plata, 1980***

En octubre 1979, en el quincuagésimo aniversario del crac de 1929, surgió una oleada de artículos periodísticos y programas de televisión con el tema: "¿Podría suceder otra vez?". Todos, obviamente, llegaron a la conclusión de que con los sistemas financieros tan sofisticados de la época, no sería posible. Apenas tres meses después, en enero de 1980, se les dio otra respuesta, esta vez la correcta, aunque en otros mercados. El oro llegó a un nivel de \$850 dólares estadounidenses la onza troy y la plata a un nivel de \$50 dólares la onza troy, habiendo subido los precios de los dos metales 100% en el mes de diciembre de 1979. La plata cayó a un nivel de \$11 dólares, o sea 80% en el mes de marzo de 1980, apenas dos meses después de haber llegado a su pico histórico. Las causas principales del boom del oro y de la plata, tanto en 1979-

80 como en 1973-4, fueron un aumento en el precio del petróleo, ocasionando un aumento importante en la tasa de inflación en Estados Unidos acompañado por un alto nivel de inestabilidad mundial (la Guerra Yom Kippur de octubre de 1973, y la invasión rusa de Afganistán de diciembre de 1979).

➤ ***Boom del Mercado Accionario Mexicano, 1979***

El boom accionario mexicano de 1979 fue resultado directo de la devaluación de 1976. La devaluación afectó a las empresas de dos maneras. Por un lado, las empresas endeudadas en dólares tuvieron una pérdida cambiaria. Por el otro, la crisis económica de 1976 causó una recesión en 1977, que también afectó los resultados de las empresas. La recuperación económica de 1978, aunada a factores especiales (las ventajas fiscales para la inversión en Bolsa y una campaña de publicidad lanzada por la misma Bolsa) culminó en la euforia de 1979 (llegando el índice accionario a su pico el día 7 de mayo de 1979), y el crac posterior. La caída del índice bursátil fue casi continua durante los últimos dos años del sexenio de López Portillo, y llegó a su mínimo del sexenio en agosto de 1982, cuando estalló la crisis financiera de México

➤ ***Boom del Mercado Accionario Mexicano, 1984***

La crisis financiera de 1982, con sus múltiples devaluaciones, fue de hecho, la causa del boom accionario de 1984. Al igual que en 1977, las empresas se vieron afectadas por la recesión de 1983. Asimismo, las pérdidas cambiarias sobre su deuda externa les habrían afectado aún más, si no hubiera sido por la introducción en mayo de 1983 del sistema FICORCA (Fideicomiso para la Cobertura de Riesgos Cambiarios). La recuperación económica esperada para 1984, aunada otra vez a factores especiales (la introducción del Boletín B10 para la contabilidad inflacionaria y la venta de los activos no crediticios de la banca nacionalizada) causó un alza espectacular en el primer bimestre de 1984, llegando el índice accionario a su pico a finales de febrero, 50% arriba de su nivel de finales de 1983. El índice accionario no volvió a su nivel de febrero de 1984 hasta octubre de 1986.

➤ **Boom del Mercado Accionario Mexicano, 1987**

En septiembre de 1985, sobrevino el trágico terremoto y, en enero de 1986, el desplome de los precios mundiales del petróleo. Pero en julio de 1986 parecía que el problema externo de la economía mexicana se había superado con el acuerdo crediticio con el FMI que implicaba un flujo bruto de recursos hacia México de un mínimo de 12 billones de dólares. A su vez, el precio del petróleo empezó a subir. Cuatro factores más afectaron positivamente al mercado accionario mexicano:

- Las bajas tasas de interés a nivel mundial propiciaron una repatriación importante de capitales hacia México desde mediados de 1986.
- En septiembre de 1986, se formalizaron las operaciones de reestructuración de la deuda externa de las empresas mexicanas mediante operaciones de "swaps" u otros sistemas de capitalización o prepago de pasivos. El efecto de estas operaciones sobre los estados financieros de las empresas fue una causa muy importante de la revalorización de las empresas en el boom.
- La privatización parcial de un grupo muy importante de sociedades (los bancos nacionalizados) a través de los CAPs (Certificados de Aportación Patrimonial) desde febrero de 1987 tuvieron un efecto importante sobre el mercado accionario.
- Finalmente, el auge internacional de los mercados accionarios, sobre todo el estadounidense, también tuvo su efecto sobre México. Pero los mercados internacionales también afectaron al mercado accionario a la baja. El día 19 de octubre ("lunes negro" - Black Afunday), el Índice Dow Jones de la Bolsa de Nueva York cayó 508 puntos, o sea 23%, su mayor caída porcentual en la historia. Como consecuencia, de la misma forma que el mercado accionario mexicano había sido el de mayor alza de todo el mundo hasta el 16 de octubre de 1987, fue el de la mayor baja en días posteriores. Inclusive, se piensa que la baja entre el 6 de octubre y el 18 de noviembre de 1987 del índice accionario, de 74% en 28 días de operación, representa un récord mundial de crac en cuanto a distancia y velocidad."

5.1 IMPLEMENTACIÓN

Una vez que ya tenemos claro de donde viene y cual es el modelo, llevaremos a la práctica el mismo en dos casos; el primero ya ocurrido hace aproximadamente cinco años mientras que el otro, tiene probabilidades de suceder en un futuro muy próximo. El primer caso se refiere al boom del sector empresarial de Tailandia de 1997 originado principalmente debido al proceso de liberalización implementado en ese país.

El segundo caso es algo especial, se propone identificar el desarrollo de un nuevo boom petrolero originado a partir de los hechos ocurridos el 11 de septiembre del 2001. En estos momentos, el principal motivo por el cual podrían desencadenarse las etapas posteriores de este boom es el ambiente de guerra y soberanía que actualmente envuelve a Estados Unidos e Irak (uno de los principales países petroleros en el mundo).

En ambos casos identificaremos sus fases y analizaremos en detalle cada una de sus etapas apoyándonos en el análisis fundamental dentro de su orientación Top-down. Para ello, utilizaremos estadísticas internacionales, gráficas y series de datos históricas creadas por organizaciones e instituciones financieras internacionales y nacionales (Tailandia, Estados Unidos) respectivamente. Además, haremos un esbozo del contexto internacional antes de aplicar el modelo en sí tratando de tener claro el ciclo económico del que forma parte cada uno de estos booms.

5.2 PRIMER CASO: Boom del sector empresarial tailandés, 1997

Internacionalmente Tailandia ha sido identificado como el iniciador de un *contagio* que afectó a los mercados financieros del sureste y noreste de Asia teniendo

como consecuencia la llamada "Crisis Asiática de 1997". Más adelante veremos como la crisis no es atribuible a un sólo país, tiene que ver con el comercio mundial y los desajustes monetarios entre los países.

Este contagio nació de la sobre valuación de los bienes y salarios de los sectores de finanzas y empresarial de Tailandia creando un boom financiero que tuvo efectos, no solo para la región y el país en cuestión, sino internacionalmente (el llamado "efecto dragón"). Antes de analizar este boom (o burbuja) daremos un breve vistazo al panorama vivido en la región antes del acontecimiento del mismo.

5.2.1 Contexto asiático a priori

A partir de la década de los ochenta se empezó a registrar un rápido crecimiento económico en los veintitrés países de Asia oriental el cual, llegó a ser mayor que el registrado por los países miembros de la OCDE y de algunos países desarrollados. Este logro es atribuible en gran parte al crecimiento económico aparentemente milagroso de sólo ocho países: *Japón*, los cuatro tigres: *Hong Kong*, *Corea del Sur*, *Singapur* y *Taiwán* además de los tres países de Asia sudoriental: *Indonesia*, *Malasia* y *Tailandia*.

En su mayor parte este crecimiento se atribuye a la acumulación de recursos humanos y materiales. La inversión privada nacional, en combinación con los recursos humanos en rápido crecimiento, constituyen los motores principales del crecimiento. Los niveles elevados de ahorro financiero interno mantuvieron los altos niveles de inversión de estos países.

Las exportaciones de manufactura aumentaron con extrema rapidez, facilitando así la absorción de tecnología extranjera. La agricultura, si bien disminuyó en importancia relativa, experimento sin embargo un rápido crecimiento. Los niveles bajos y la disminución de la desigualdad en los ocho países asiáticos de gran crecimiento económico también constituyen una

excepción extraordinaria a la experiencia en el pasado y los hechos recientes en otras regiones.

Las tasas de crecimiento poblacional disminuyeron más rápidamente en los ocho países que en otras partes del mundo en desarrollo, lo que llevó a un aumento más acelerado del consumo *per cápita* y a mayores superávits destinados a reinversiones. Si bien, algunos de los ocho países se beneficiaron de una ventaja inicial en términos educacionales y de administración pública, gran parte del crecimiento fue el resultado de la aplicación acertada de principios y políticas básicas.

La gestión macroeconómica fue extraordinariamente satisfactoria y proporcionó el ambiente estable que es requisito esencial para la inversión privada las políticas orientadas a aumentar la integridad del sistema bancario y hacerlo más accesible a los ahorradores no tradicionales, tuvieron el efecto de aumentar los niveles de ahorro financiero. Las políticas educacionales que se centraron en la educación primaria y secundaria generaron rápidos aumentos de la capacidad de la fuerza laboral. Las políticas agrícolas insistieron en los cambios de productividad y no gravaron excesivamente la economía rural.

Por último, los ocho países mantuvieron las distorsiones de precio dentro de límites razonables y estuvieron abiertos a ideas y tecnologías provenientes del exterior, políticas que junto con otras decisiones fundamentales facilitaron la eficiente asignación de recursos y ayudaron a sentar las bases para un elevado crecimiento de la productividad. Sin embargo, estas políticas fundamentales no lo explican todo. En cada uno de los países el gobierno intervino también para fomentar el desarrollo, a menudo en forma sistemática y a través de canales múltiples.

Las intervenciones de política adoptaron muchas formas: créditos subvencionados y orientados específicamente a industrias seleccionadas, bajos tipos de interés sobre los depósitos y límites máximos para los tipos de

interés sobre los empréstitos a fin de aumentar las ganancias y las utilidades no distribuidas, protección de los sustitutos internos de las importaciones, subsidios a las industrias en decadencia, establecimiento de bancos estatales y apoyo financiero a los mismos, inversiones públicas en investigaciones aplicadas, fijación de metas de exportación para empresas e industrias específicas, creación de organismos de comercialización de las exportaciones y, amplio intercambio de información entre los sectores público y privado.

Sin embargo, es muy difícil establecer las relaciones estadísticas entre el crecimiento y una intervención específica, y aún más difícil determinar la causalidad, dado que no podemos saber que habría sucedido de no implementar una u otra política; no es posible demostrar de forma concluyente si las intervenciones contribuyeron a aumentar las tasas de crecimiento o si fueron neutrales o perjudiciales para éste sin embargo, los resultados obtenidos quedan evidenciados en la siguiente tabla con datos de algunos países de la región.

EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO Y TASA DE INTERÉS 1981-1999					
PAIS	1981-1985	1986-1990	1991-1996	1997	1998-1999
INDONESIA					
Tasa de interés	10,40	17,22	17,6	21,82	55,95
Tipo de cambio	906	1744	2308	4650	7700
COREA					
Tasa de interés	10,3	10,0	9,2	21,82	7,7
Tipo de cambio	890	716	775	951	1395
MALASIA					
Tasa de interés	8,81	5,90	5,94	9,53	7,07
Tipo de cambio	2,43	2,70	2,55	3,89	3,81
FILIPINAS					
Tasa de interés	11,54	11,40	15,06	16,28	12,56
Tipo de cambio	21,30	21,20	26,50	29,47	40,00
TAILANDIA					
Tasa de interés	12,90	10,10	9,90	13,65	9,20
Tipo de cambio	26,70	25,30	29,20	31,64	39,14

Fuente: IMF. International Financial Statistic. The Asian Financial Crisis 2000

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

Cabe resaltar que en este crecimiento espectacular, la inversión japonesa fue fundamental para convertir al sureste asiático en plaza destacada de las corrientes del capital mundial. Fue a partir de 1985 con el Acuerdo Plaza que se desencadenó la forzada valorización drástica del yen con relación al dólar debido a la presión de Estados Unidos, que buscaba reducir su déficit comercial con Japón abaratando sus exportaciones a ese país y encareciendo sus importaciones de Japón en términos de dólares para los consumidores estadounidenses.

En la medida que la revalorización del yen encontró prohibiciones los costos de producción en Japón, las empresas japonesas trasladaron las etapas de trabajo más intensivo de sus procesos de producción a sitios donde la mano de obra era barata, principalmente el sudeste asiático. Lo que ocurrió fue uno de los más grandes y rápidos movimientos de capital en la historia reciente del mundo en desarrollo. Un cálculo conservador estima que entre 1985 y 1990 entraron alrededor de 15 000 millones de dólares de inversión japonesa directa al sudeste asiático⁹.

En el caso de Tailandia, por ejemplo la inversión Japonesa que entró al país en 1987 superó la inversión japonesa acumulada de los 20 años anteriores. En 1996 Indonesia, Singapur, Malasia, Tailandia y Filipinas (los países centrales de la ASEAN) concentraban una inversión japonesa directa de un valor aproximado a los 48 000 millones de dólares.

Después de estar concentrada principalmente en la extracción de materia prima, la inversión japonesa de fines de los ochenta y principios de los noventa apuntaba a convertir a la ASEAN en una base de producción integrada para los conglomerados japoneses que ensamblaban manufacturas para su exportación a Estados Unidos, Europa y el propio Japón. Y como el crecimiento económico dio origen a una clase media en los países de la

⁹ World Bank. *The end of the Asian miracle*. 1996.

ASEAN la propia región se convirtió en un consumidor importante de los productos japoneses.

La inversión extranjera directa fue sólo un canal del capital japonés, la región fue el principal receptor de la ayuda japonesa y también destino favorito de los créditos bancarios de ese país. Por ejemplo, en 1996 el 40% de la deuda externa del sector privado de Tailandia eran préstamos de bancos japoneses. Prácticamente la presencia empresarial de Japón en el sudeste asiático fue masiva, en 1994 las filiales japonesas emplearon a una 800 000 personas en las economías de la ASEAN y la cifra siguió aumentando hasta antes de la crisis.

La prosperidad inducida por la inversión japonesa fue fundamental para convertir al sureste asiático en destino principal de las corrientes mundiales a principios de los noventa. En especial, atrajo a los fondos mutuos y a los fondos *hedge*, que incursionaron en el enorme arsenal de fondos de ahorro y pensión (la mayoría de estados Unidos) lanzándolos a inversiones de corto plazo.

Los bajos niveles de las tasas de inversión y precios accionarios de Estados Unidos, Japón y otros mercados industriales hicieron que este tipo de fondos se dirigieran a los mercados emergentes en busca de rendimientos más elevados. Con sus elevadas tasas de crecimiento (apuntadas por la inversión japonesa) los países del este y sureste asiático fueron un imán para el capital especulativo. Resulta interesante que tal interés no fue solo bienvenido sino que se cultivó.

En Tailandia, los administradores económicos consideraban la inversión de cartera como un complemento valioso de la inversión japonesa directa reducían la diferencia entre el ahorro interno limitado y la inversión de capital en gran escala que fue necesaria para mantener andando el milagro económico. Al mismo tiempo, como la moría de estos fondos eran

estadounidenses, el ingreso de inversiones de cartera aliviaría lo que hasta entonces era una brumadora dependencia de los japoneses.

En diversos grados, la mayoría de los gobiernos del sureste asiático adoptaron políticas para atraer inversiones de cartera a lo que llamaron "capital caliente". Se aplicaron tres medidas:

- 1) Se eliminaron o amortiguaron las restricciones a las divisas, se abrieron los mercados de valores a los inversionistas extranjeros y los bancos extranjeros fueron atraídos por normas más liberales en materia de préstamos, incluso permitir préstamos en dólares a los prestatarios locales.
- 2) Las tasas de interés se mantuvieron más elevadas que los referentes comparativos (como las tasas de interés de Estados Unidos) como forma de atraer capital extranjero.
- 3) Si bien la moneda local no estaba formalmente fija a determinado tipo de cambio, se mantenía informalmente estabilizada en un tipo de cambio con relación al dólar a través de intervenciones periódicas en el mercado de divisas de la autoridad monetaria central. El propósito era eliminar o reducir los riesgos monetarios tanto para los inversionistas extranjeros como para los prestatarios nacionales.

Las inversiones de cartera netas en la región aumentaron de un promedio anual de 1.000 millones de dólares en 1985 - 1989 a 4.000 millones en 1993, según el Banco de Desarrollo de Asia. La cifra aumentó considerablemente en 1996, cuando solo Filipinas captó capital extranjero por 9.400 millones de dólares del cual, 75-80% fue inversión de cartera. La agencia bancaria Internacional de Bangkok en Tailandia, atrajo más de 50.000 millones de dólares en tan sólo tres años.

No obstante, pronto quedó claro que las inversiones de cartera no eran una bendición pues resultaron extremadamente volátiles; llegaban un día y se iban al día siguiente a cualquier otro lado en busca de mayores rendimientos.

También estos fondos apuntaron a aquellos sectores de la economía interna que prometían una tasa de rendimiento elevada con un plazo de retorno rápido e invariablemente sector inmobiliario fue uno de ellos.

La inversión en la manufactura y agricultura fueron descartadas por considerarlos sectores de bajo rendimiento donde, para alcanzar tasas de rendimiento de capital decente había que invertir grandes cantidades a largo plazo. Los accionistas de fondos mutuos no podían esperar tanto por eso, no es de extrañar que el sector mobiliario pronto pasó a tener una actividad febril en Bangkok, Manila y Kuala Lumpur.

5.2.2 Análisis del boom tailandés

Para este análisis consideramos la situación y desarrollo de la economía de Tailandia a partir de 1995, en particular, nos enfocaremos al sector empresarial considerando que el sector inmobiliario queda comprendido dentro del mismo. Esto se debe a la poca información disponible sobre el sector de bienes raíces, en cuestión. De acuerdo con el modelo idealizado a precios constantes antes presentado, vamos a identificar cada uno de los eventos detonantes en cada fase y sus respectivas etapas.

➤ FASE I EVENTO DETONANTE

1. DESPLAZAMIENTO

Tailandia es un país de medianos ingresos, con una población de 60 millones y un PIB por habitante cercano a 3.000 dólares en 1995. A mediados de la década de los ochenta Tailandia inició el proceso de liberalización de su sistema financiero luego, como parte de este proceso, a partir de 1990 el gobierno eliminó los controles del capital de modo que los fondos que pudieran fluir libremente hacia dentro y fuera del país. Dos eventos importantes llevados a cabo en el proceso de liberalización fueron:

- a) Introducción de la *Bangkok Interbank Offered Rate (BIBOR)* como referencia para los préstamos con tasas flotantes por parte del Banco Central de Tailandia (BCT) en 1985 y
- b) Se lleva a cabo la desregulación de los bancos comerciales y de las compañías financieras.

2. CRECIMIENTO GRADUAL

Así desde 1980, la economía nacional comenzó a crecer rápidamente. Experimentó un crecimiento de la producción de 8% anual, un gran aumento de las exportaciones, que pasaron de 14% anual en la década de los ochenta a 22% en los noventa y baja inflación (menos de 5% anual). Esta situación económica le valió a Tailandia la más alta categoría de bonos de todos los mercados emergentes en los últimos quince años.

Indicadores	1971-1980	1981-1990	1991-1993	1994	1995	1996	1997	1998
Crecimiento PIB	6.80	7.90	8.10	8.80	8.80	5.50	-0.40	-7.80
PIB per cápita (dólares)	403	953	1944	2442	2782	3036	2800	2450
Inflación	10.00	4.40	4.40	5.20	5.70	5.90	8.00	9.00
Tasa de desempleo	---	2.80	1.87	1.30	1.10	2.00	3.70	7.60
Gasto en salud (% de exp.)	4.02	5.70	7.76	7.80	7.93	8.00	8.00	n.d
Gasto en educación (%de exp)	20.20	17.99	20.63	21.40	22.00	22.00	22.00	n.d
Crecimiento de la población	2.54	1.80	1.28	1.21	1.18	1.01	1.00	n.d

Fuente: IMF, *Asia Development Outlook 1998, 1999*; *Government Finance statistics Yearbook 1986-1996*.

Desde 1992 Tailandia gozaba de grandes tasas de crecimiento, en cierta medida esto se debió al aumento de las tasas de interés y a la estabilización del baht (moneda de Tailandia) en 25 unidades por dólar. Las tasas de interés eran mucho más altas en Tailandia que en otros países aunado al hecho de que el riesgo cambiario casi se eliminó al fijar el precio del baht (moneda en Tailandia).

En el siguiente cuadro se puede apreciar como Tailandia se fue posicionando entre los países con mayor Inversión Directa Extranjera; del

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

onceavo lugar en la década de los setenta paso al octavo lugar en la década de los ochenta y finalmente en la década de los noventa se ubicó como el sexto país con mayor inversión extranjera.

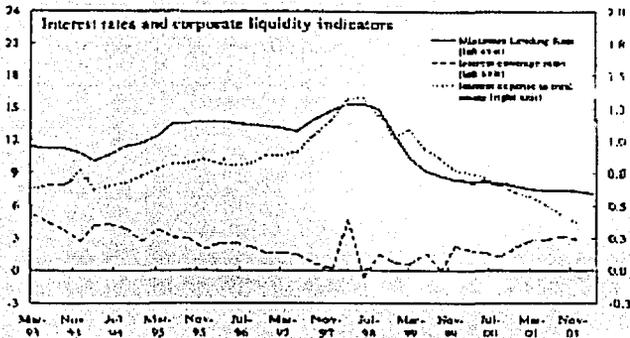
INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA ENTRE LOS PAÍSES EN DESARROLLO			
Posición	1970-1979	1980-1989	1990-1996
1	Brasil	México	China
2	México	Brasil	México
3	Nigeria	China	Malasia
4	Malasia	malasia	Brasil
5	Indonesia	Egipto	Indonesia
6	Grecia	Argentina	Tailandia
7	Sudáfrica	Grecia	Argentina
8	Irán	Tailandia	Hungría
9	Egipto	Colombia	Polonia
10	Ecuador	Nigeria	Colombia
11	Tailandia	Indonesia	Chile
12	Argelia	Chile	Rep. Checa

Fuente: Banco Mundial. Sistema de Notificación de la Deuda al Banco Mundial. 1997

3. AUMENTO DE LIQUIDEZ

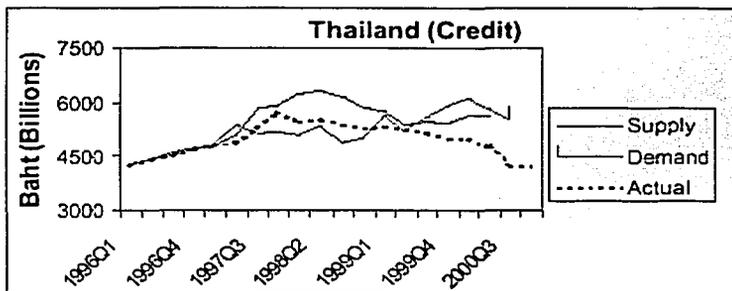
En 1993 se creó el Servicio Bancario Internacional de Bangkok, que permitió a los bancos nacionales y extranjeros establecidos en Tailandia solicitar créditos en el exterior y prestar dinero tanto en el país como en el extranjero. Como resultado, empezó a recibir una gran cantidad de divisas debido a que grandes empresas privadas tailandesas comenzaron a solicitar préstamos en el exterior para financiar proyectos.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN



Fuente: International Monetary Fund Country Report No. 02/195 September 2002

Además muchos bancos y empresas financieras descubrieron que era muy provechoso tomar fondos del extranjero y prestarlos en el país. Los problemas surgieron cuando los préstamos del exterior comenzaron a destinarse a sectores de baja productividad y se agravaron porque la mayor parte de los créditos no estaban protegidos contra las fluctuaciones monetarias.



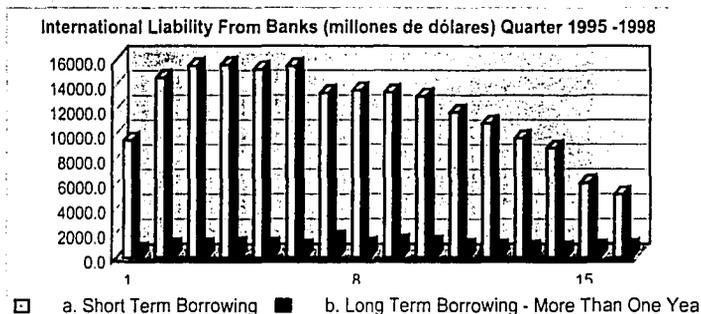
Fuente: Economic and Social Comisión for Asian and the Pacific.

TESIS CON FALLA DE ORIGEN

➤ FASE II ASCENSO SOSTENIDO

4 INGRESO DE NOVATOS

En 1995, el inevitable exceso de demanda en inversiones de cartera llegó a Bangkok. La sobre valuación del baht y el alto costo de la mano de obra hicieron que Tailandia perdiera ventaja en el mercado mundial, importantes exportaciones tailandesas como productos textiles y enlatados comenzaron a caer como resultado de la competencia de países con menores costos laborales como China y Vietnam, mientras las importaciones de materia prima, bienes de capital y artículos suntuarios se mantenían estables.



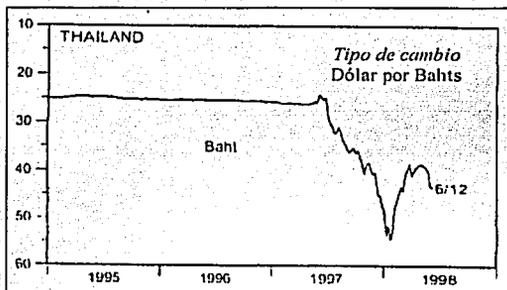
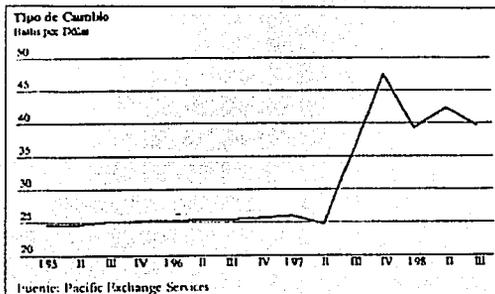
Fuente: Bank of Thailand. Macprudential Indicator Template. ADB-RETA 5869. May 2002

➤ FASE III CÚSPIDE DE PRECIOS

5 EUFORIA

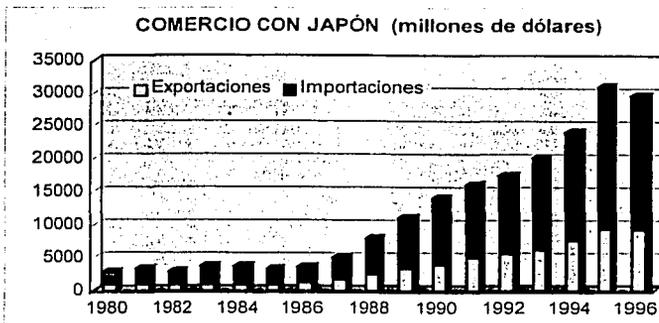
Una de las principales razones de la sobre valuación del baht es que fue vinculado a una "canasta de monedas" en las que el dólar representaba más del 80%. Las tasas de inflación del baht y el dólar fueron más o menos paralelas hasta 1994, cuando la de la moneda tailandesa subió a 6% anual y el dólar a 2%. Como resultado, el valor del dólar frente al baht aumentó

cerca de 4% y esto comenzó a afectar adversamente las exportaciones tailandesas a Estados Unidos.



A medida que la economía estadounidense se fortalecía, el valor relativo del dólar subía frente a las otras monedas fuertes, entre ellas el marco, el franco, la libra y en especial el yen. Al estar vinculado al dólar, el baht siguió esta tendencia y desestimuló aún más las exportaciones de Tailandia, particularmente hacia Japón, su segundo mercado.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN



Fuente: Asia Development Bank. Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries. 1997

➤ **FASE IV Toma de utilidades**

6 **SALIDA DE CONOCEDORES**

Hasta 1995 los bienes y salarios del sector de finanzas y de bienes raíces estuvieron altamente sobrevaluados. Todo cambio en 1996 cuando un escándalo que involucró al Banco de Comercio de Bangkok hizo que los administradores de divisas comenzaran a revisar cuidadosamente el valor de los créditos que habían concedido a empresas tailandesas. Debido a ello, los inversionistas de cartera comenzaron a asustarse y retiraron sus capitales de esos mercados, lo que provocó la caída de los indicadores del mercado de valores de toda la región.

La industria del acero y la petroquímica resultaron gravemente afectadas pero el sector de bienes y raíces fue devastado. La razón es simple, mientras las empresas obtenían préstamos en moneda extranjera sus ingresos se generaban en bahts además, obtenían créditos a corto plazo para financiar proyectos a largo plazo. Al mismo tiempo, había señales de debilidad en la economía, en particular un alto déficit de la Cuenta Corriente de la Balanza de pagos.

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

BALANZA COMERCIAL DE TAILANDIA (millones de bahts)			
Año	Exportaciones	Importaciones	Balance Comercial
1979	108179	146161	-37982
1980	133197	188686	-55489
1981	153001	216746	-63745
1982	159728	196616	-36888
1983	146472	236609	-90137
1984	175237	245155	-69918
1985	193366	251169	-57803
1986	233383	241358	-7975
1987	299853	334209	-34356
1988	403570	513114	-109544
1989	516315	662679	-146364
1990	589813	844448	-254635
1991	725630	958831	-233201
1992	824644	1033244	-208600
1993	935862	1166595	-230733
1994	1137600	1369035	-231435
1995	1406311	1763587	-357276
1996	1412111	1832836	-420725

Asia Development Bank. Key indicators of developing Asian and Pacific Countries. Vol. XXVIII. 1997

7 CRAC

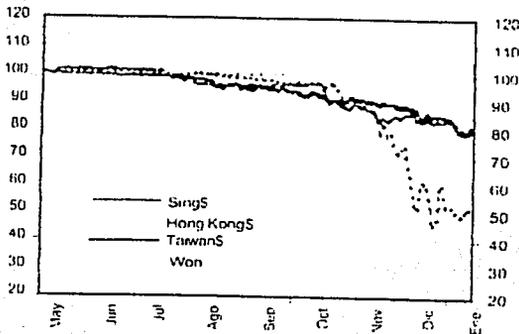
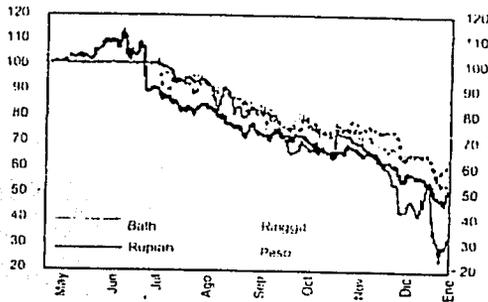
El alta demanda en inversiones en cartera y la sobre valuación del baht dieron paso al tan indeseable efecto dominó: los inversionistas del sector inmobiliario no pudieron vender sus grandes construcciones de complejos residenciales y comerciales, a raíz de lo cual no dieron cumplimiento a sus préstamos y llevaron a sus agentes financieros a la quiebra. Manila, Kuala Lumpur y otros lugares experimentaron situaciones similares.

A fines de 1997, administradores de fondos de cobertura y comerciantes de divisas, empezaron a realizar ataques especulativos contra el baht con el propósito de devaluarlo. Poco tiempo después, inversores tailandeses comenzaron a cambiar bahts por dólares en un intento por protegerse de la devaluación de la moneda nacional, pero los exportadores que recibían

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

pagos en divisas descubrieron que les convenía esperar antes de cambiarlas por bahts.

TIPO DE CAMBIO DE LAS MONEDAS ASIÁTICAS EN 1997



Fuente: Dalastream

La venta apresurada solo contribuyo a una mayor devaluación de la moneda tailandesa, porque la demanda era escasa pese a la gran oferta. A principios de mayo arreciaron los ataques contra el baht. El banco central tailandés invirtió en vano además, introdujo controles a las transacciones

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

de capital y el mercado cambiario para contener los flujos entre los mercados internos y externo el aumento significativamente de las tasas de interés pero estas medidas no restauraron la confianza y las presiones contra la moneda continuaron en junio de 1997.

El peso filipino fue la siguiente víctima, Filipinas con un régimen cambiario vinculado al dólar, intento defender su moneda mediante intervenciones e incrementos de las tasas de interés. El 11 de Julio desistió de su objetivo al permitir la flotación e imponer restricciones a la venta de contratos a futuro a los no residentes en un intento por evitar la especulación.

Mientras tanto la rupia de Indonesia caía los mínimos de una banda de intervención que tuvo que ampliarse de 8 a 12%, las presiones no disminuyeron y a mediados de agosto las autoridades de Indonesia dejaron flotar su moneda. Para ese entonces, el baht había caído 18% frente al dólar mientras que las monedas de Indonesia, Malasia y Filipinas se depreciaron 10%.

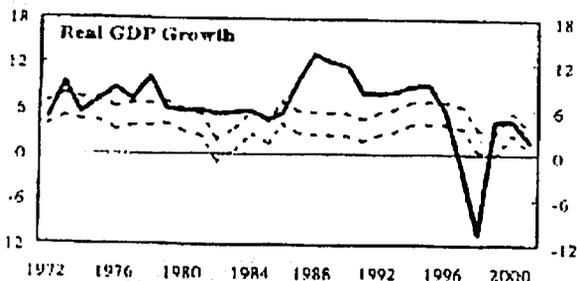
➤ FASE V RECUPERACIÓN APARENTE

8 PÁNICO

Finalmente la salida continua de capitales obligo a Tailandia a abandonar el régimen de vinculación estable de su moneda con el dólar a principios de Julio del mismo año, el baht cayó de manera significativa lo cual, reforzó las dudas sobre la sustentabilidad de los regímenes cambiarios de los otros países vecinos de la ASEAN principalmente Indonesia, Malasia y Filipinas.

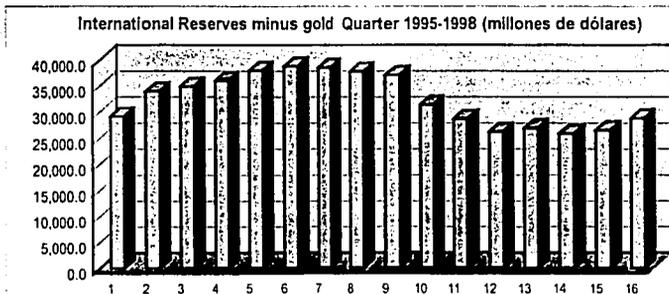
Los inversionistas internacionales, en especial los bancos comerciales, los de inversión y los fondos de cobertura cambiaria conocidos como *hedge funds*, desempeñaron un papel importante lo que consistió en que a semejanza de los inversionistas nacionales adoptaron posiciones cortas frente al bat ya que se sentían seguros ante el empleo del tipo de cambio

fijo como la ancla nominal, la debilidad de los fundamentos económicos y los costos relativamente bajos de financiamiento interno.



Fuente: *International Monetary Fund Country Report No. 02/195 September 2002*

En un infructífero intento por defender el baht, el Banco de Tailandia utilizó las reservas nacionales de divisas para adquirir el excedente, pero en el proceso, las reservas de moneda extranjera disminuyeron y los ataques especulativos continuaron. Las reservas de divisas también se utilizaron para rescatar instituciones financieras como el Banco de Comercio de Bangkok y otras dieciséis compañías de finanzas con créditos morosos (préstamos que no pudieron cobrar, destinados principalmente al sector inmobiliario).



Fuente: *Bank of Thailand, Macprudential Indicator Template, ADB-RETA 5869, May 2002*

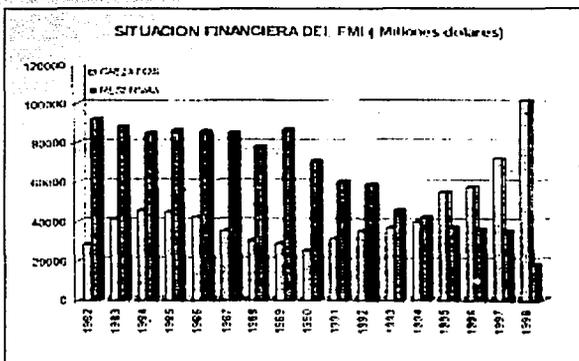
TESIS CON FALLA DE ORIGEN

➤ FASE VI DECLIVE

9 RECHAZO

Para agosto de 1997, la situación del sector financiero se había vuelto catastrófica, Tailandia corría el riesgo de quedarse sin reservas, y estaba claro que los esfuerzos por defender su moneda habían fracasado. Ante la grave escasez de reservas y un sector privado cargado de deudas en moneda extranjera, Tailandia decidió procurar ayuda exterior para resucitar su economía.

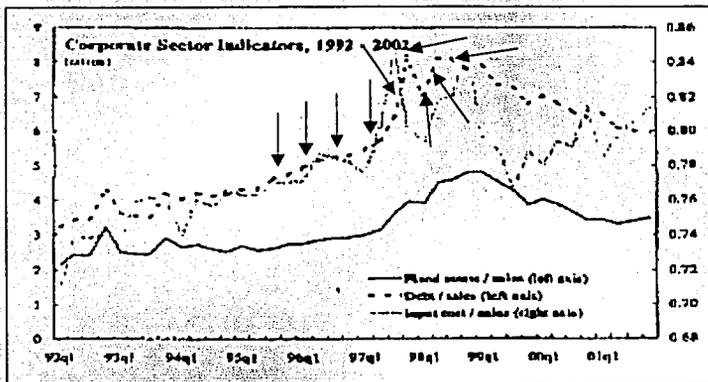
Así, a mediados de agosto entró en escena el Fondo Monetario Internacional y organizó un paquete de rescate de 17.200 millones de dólares entre varios países asiáticos. La principal condición del crédito fue la creación de un superávit de 60 000 millones de bahts, para lo cual el gobierno tuvo que recortar sus gastos en cerca de 100 000 millones de bahts, aumentar el impuesto del valor agregado de 7 a 10% y crear nuevos gravámenes sobre artículos suntuarios. Aún así, el superávit alcanzado no superó los 20 000 millones de bahts.



Fuente: Fondo Monetario Internacional. Mayo 2000

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

Teniendo claro cuales fueron los eventos detonantes en cada fase, resulta más fácil identificar cada etapa en la siguiente gráfica la cual, contiene tres curvas que simulan el comportamiento de tres proporciones importantes en el sector empresarial tailandés, respecto a las ventas presentadas durante el periodo: recursos fiscales, endeudamiento y costo de insumos.

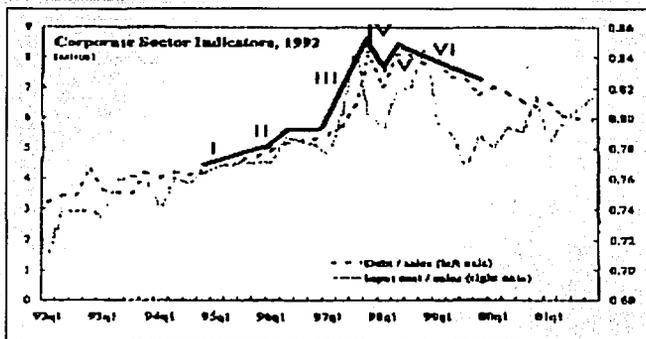


Fuente: International Monetary Fund Country report No. 02/195. September 2002.

La curva en la cual nos apoyamos para identificar cada una de las nueve etapas (desplazamiento, crecimiento gradual, aumento de liquidez, ingreso de novatos, euforia, salida de conocedores, crac, pánico y rechazo) del boom fue la de Deuda/ Ventas pues es la que consideramos refleja mejor todos los datos y eventos antes expuestos.

Cabe resaltar que las tres curvas son muy parecidas sin embargo, podemos notar claramente la evolución del boom de este sector comparándola con la gráfica (antes presentada) idealizada por Minsky en su modelo, quedando de la siguiente manera:

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN



5.2.3 Contexto asiático a posteriori

El lunes 20 de octubre de 1997 se cumplió el décimo aniversario del crash bursátil estadounidense casualmente con caídas pronunciadas en los mercados asiáticos. Las ventas se extendieron todo el mundo pero en menor intensidad, el índice Dow Jones aumentó un 0.19%; Tokio cayó 1.1% por las expectativas de que el paquete económico que se pretendía anunciar ese día desilusionaría; Londres perdió 1.1% después de los comentarios acerca del abandono a la unidad monetaria europea (euro).

En Taiwán el Índice Ponderado cerró 307 puntos abajo, terminando en los 7, 316.78 puntos, un mínimo en 37 semanas debido a la debilidad cambiaria mientras que el nuevo dólar taiwanés cayó un 2.3% en contra del dólar estadounidense, un mínimo de diez años. En Corea del Sur, que también sufrió pérdidas en su moneda (won), el índice KOSPI perdió un 3.3% (ver Apéndice A *Evolución de los principales índices de los mercados asiáticos*) debido principalmente a la venta (por parte de los extranjeros) de acciones blue-chips.

En Tailandia, el mercado accionario perdió 3.1 debido principalmente a la incertidumbre política después que el ministro de finanzas renunció a causa de

la dificultad en la administración económica. En Malasia el índice Blue Chip Composite se redujo 3.4% como señal de la desaprobación del presupuesto anunciado para 1998. En Hong Kong cerró 4.6% abajo al situarse en los 12 970.88 puntos, por primera vez debajo de los 13 000 puntos desde abril del mismo año (ver Apéndice 1).

El día siguiente, martes 22 de octubre, el mercado de Hong Kong recibió otro golpe al caer 4.4% (otro mínimo desde abril 15) al seguir la reciente debilidad cambiaria de Taiwán y Corea del Sur. El miércoles 22 los inversionistas empezaron a salir rápidamente de Hong Kong mandando el Índice Hang Seng (principal indicador de las acciones blue-chips) 6.2% a la baja debido a especulaciones acerca de la fortaleza del sistema cambiario.

El efecto acumulado en la semana sobre el índice Hang Seng era ya de 14.4 puntos porcentuales perdidos. A pesar de contar con enormes reservas para defender la moneda, la pregunta era la disposición del gobierno a hacerlo. Las tasas de interés se dispararon aumentando la tasa interbancaria Hibor de 6.25% a los 9 puntos porcentuales. La crisis se desato propiamente el jueves 23 de octubre.

El mercado accionario de Hong Kong se derrumbó un 10.4% lo que sacudió los mercados (en mayor o menor medida) en todo el mundo. La pérdida acumulada de los cuatro días sumaba ya 23.3% y los inversionistas continuaban abandonando el mercado con un miedo creciente de que el dólar de Hong Kong se devaluara. La tasa Hibor alcanzó los 300 puntos porcentuales durante el día para cerrar en 150% con el fin de defender la moneda.

Además, durante previos ataques a la moneda local las tasas de interés habían alcanzado de 30 a 40 puntos porcentuales mientras que el Hang Seng rompió barrera tras barrera, en un punto del día perdió 16% situándose por debajo de los 10 000 puntos para colocarse en los 9 766.22 puntos. En general, el índice

había perdido 37% desde el 7 de agosto, fecha en la que había alcanzado su máximo del año.

Oficiales del gobierno y de la autoridad monetaria continuaban afirmando sus intenciones de conservar la paridad. El comportamiento de los mercados mundiales fue a la baja. Otras monedas asiáticas tuvieron un día difícil y algunas como el dólar de Singapur, el ringgit de Malasia y la rupia de Indonesia cerraron a la baja, sin embargo eso no ayudó a sus mercados de capitales que perdieron 4.7%, 3.4% y 2.2% respectivamente.

Japón por su parte perdió 3%, Alemania 4.7%, Francia 3.2% y Londres 3.1%. La caída no era tan severa para cuando abrió el mercado estadounidense pero fue un día ajetreado, el índice Dow Jones eventualmente cayó 186.66 puntos lo equivalente a un 2.3%. para el viernes 24 de octubre, la venta era masiva. La posición corta se volvió la obsesión de Wall Street.

El índice Dow Jones, que sufrió una de las pérdidas mínimas en el mundo en el día anterior, vivió una de las mayores pérdidas el viernes cuando cayó 132.36 o 1.7% acumulando durante los dos días una pérdida de 319.24 puntos, la más grande desde el crash de 1987. mientras que los participantes en el mercado de Hong Kong están acostumbrados a grandes ajustes, casi del 10% en cuestión de días, el mercado norteamericano no ha experimentado correcciones de 10 puntos porcentuales en años.

Los grandes accionistas vendieron acciones de empresas que consideraban con alta exposición asiática, principalmente de alta tecnología. El miedo se propagó al sector bancario que podía tener pérdidas por sobregiros en el mercado de divisas. El pánico se propagó hasta transformarse en decisiones viscerales. Una parte de los capitales se transfirió al mercado de bonos; el rendimiento de los bonos del tesoro con madurez a 30 años, que se mueve en dirección opuesta su precio, disminuyó a 6.26%.

Sin embargo, a pesar del desplome los inversionistas norteamericanos todavía tenían utilidades saludables. El índice Industrial tenía un 20.71% por arriba de su nivel a principio de año mientras que el índice Standard & Poor's 500 conservaba un 21.12% y el índice Nasdaq Composite tenía una ganancia en 1997 por 21.97%. Irónicamente, el tratar de conservar las ganancias posiblemente contribuyó a las ventas posteriores.

Durante la semana, los investigadores elaboraron listas de "valores seguros" exentos de exposición asiática¹⁰. El oro, notablemente, estaba ausente de éstas listas y tuvo su precio más bajo en más de diez años, cayendo 16 dólares en un momento del viernes; probablemente se debió por la posibilidad de que la demanda asiática por el metal se esfumara. A pesar que Hong Kong tuvo un rebote alcista el viernes, ganando 6.9 puntos porcentuales (debido a la baja de los réditos bancarios desde sus niveles estratosféricos), la mayoría de los mercados mundiales cayeron.

En Londres y el resto de Europa, las tempranas ganancias debido al cierre positivo de Hong Kong y al cierre con 1.2% a favor en el mercado japonés, se esfumaron debido al fracaso en responder de Wall Street. Londres cayó 0.4%, Francia perdió 0.3% y el índice IBIS DAX de Alemania (que monitorea el comportamiento de las acciones del sector electrónico) disminuyó en 0.1%. por su parte los mercados emergentes latinoamericanos continuaron cayendo perdiendo 4.2% Argentina, 3% Brasil y 2.7% México.

En Asia, aunque algunos economistas regionales ajustaban sus pronósticos de crecimiento a la baja para la mayoría de las economías del sureste asiático, otros analistas de mercados creían que el fondo podía estar cerca debido a la magnitud de algunos descensos. Para una región que alguna vez había sido sinónimo de alto crecimiento, esto significaba un drástico revés de la fortuna.

¹⁰ Standard & Poor's DRI. *Country Risk Review. Fourth Quarter 1997.*

El lunes 27 de octubre, el mercado estadounidense alcanzó un récord que nadie quería lograr. El Índice Dow Jones se derrumbó 554.26 puntos para situarse en 7 161.15 puntos, lo equivalente a una caída de 7.18%; la mayor en su historia en puntos pero la doceava en términos de porcentaje. Los mercados de acciones y de opciones suspendieron sus operaciones por 30 minutos para dar oportunidad a los participantes de calmarse, analizar la información y aminorar sus deseos de venta.

Sin embargo, la estrategia fracasó, Wall Street cerró con uno de sus días más sangrientos al activarse el mecanismo de emergencia al caer el Índice Industrial más de 550 puntos. La venta masiva, que tenía al mercado 13.29% por debajo de su máximo registrado en agosto, no se confinó solo a las acciones blue chips. El Standard & Poor's 500 bajó 64.65 puntos ara colocarse en los 876.99 puntos mientras que el Índice Nasdaq Composite, fuertemente expuesto al maltratado sector tecnológico se hundió 115.83 puntos al cerrar en 1 535.09.

La caída de Nueva York había sido precedida por una nueva caída en Hong Kong por 5.8 puntos porcentuales, causada a su vez por la pérdida del viernes anterior en Wall Street. El Índice Hang Seng de acciones blue chip perdió 646.14 puntos situándose así en 10 498.20 puntos. Las acciones bancarias y las de propiedad iniciaron las presiones de venta debido a los temores de que el impacto de las tasas de interés en los precios de propiedad y en las utilidades corporativas.

En Tokio, las acciones cayeron 1.9% debido a los problemas del mercado de propiedad de Hong Kong y a temores de futuras caídas de acciones de Estados Unidos. El Índice NIKKEI 225 disminuyó 325.38 puntos hasta los 17 038.36 puntos, su nivel más bajo en más de dos años, guiado por el sector bancario y el de electrónicos¹¹. En Corea del Sur el índice KOSPI cayó 3.2%

¹¹ *El Financiero. Lunes negro en los mercados mundiales, 28 de Octubre. 1997*

para terminar en un mínimo de cinco años en 530.47 atendiendo a una pronunciada pérdida del won coreano en contra del dólar estadounidense.

Por su parte, Europa despertaba con noticias alarmantes. Londres perdió 2.6%, Alemania, Francia e Italia perdieron 2.8% y entre los mercados pequeños Finlandia cayó 5.7% y España 4.1%. los analistas europeos explicaron que las ventas no fueron exclusivas de las acciones con sabor asiático. En los mercados latinoamericanos tuvieron lugar las pérdidas más severas puesto que los inversionistas decidieron retirar las generosas utilidades registradas en esos mercados.

El índice brasileño BOVESPA cerró casi un 15% abajo al caer en 9816 puntos, e índice Merval argentino perdió 13.7%, el México el IPC cayó 13.3%, en Chile el índice ISPA se amortiguó por los controles de corto plazo sobre los capitales extranjeros y sólo disminuyó en un 5.1%, el índice Merinvest Composite venezolano se redujo 8.6% y el Índice General de Perú se hundió un 6.4%. las pérdidas latinoamericanas mayores fueron para empresas cotizadas en Nueva York del sector de telecomunicaciones y manufacturero principalmente.

El suspiro de alivio llegó el martes 29 de octubre, la recuperación fue la más grande que el mercado norteamericano alguna vez vio. El índice Industrial Dow Jones aumentó 337.17 puntos para cerrar en 7 498.32, su ascenso mayor en puntos en su historia pero solo el setentavo en términos de porcentajes. Cuando el día comenzaba nadie sospechaba lo que sucedería, es más, algunos hasta suponían otro retroceso debido alas bajas del día anterior que había obligado un cierre del mercado temprano.

Los mercados asiáticos y europeos habían sufrido más pérdidas pero la magnitud de las ventas del lunes combinado con un ambiente positivo por parte de los analistas, ayudaron a revertir la tendencia. Los analistas pensaban que el mercado estaba sobre vendido y empezaron a elaborar listas de

inversiones atractivas, compañías con exposición al mercado asiático relativamente pequeña.

Uno por uno, el martes los mercados continuaban cayendo, sin embargo la reacción positiva del mercado norteamericano cambió todo. El índice Dow Jones aumentó 0.86 puntos; el caos y la confusión reinaban. En todo el mundo los precios de las acciones, en términos de dólares empezaron a subir. El mercado de Londres, por ejemplo, amplió la banda de fluctuación del valor de una sola acción de 10 a 25% antes de detener diez minutos sus operaciones. En Madrid, la avalancha de ordenes de compra (y las de cancelar ventas) obligaron a abrir una sesión especial de media hora, una hora después del cierre normal.

Esto era el principio de una crisis de magnitud sin precedentes no tan solo para algunos países asiáticos sino del sistema monetario y financiero internacional, aún queda por detallar sus consecuencias en la misma región y sus consecuencias en el mundo globalizado que estamos viviendo pero tales detalles escapan del contenido del presente trabajo, sin embargo, concluimos con la siguiente tabla que contiene algunos indicadores económicos que dejan ver las consecuencias de la crisis.

ESTRUCTURA ECONÓMICA DE ASIA

PAIS	Inflación Variación % anual			Crecimiento del PIB Var. real % anual			Cuenta Corriente % del PIB			Balance Financiero % del PIB		
	1996	1997	1998	1996	1997	1998	1996	1997	1998	1996	1997	1998
China	7.0	5.0	5.0	9.7	9.4	9.8	0.4	0.8	0.7	-0.8	-0.8	-0.7
Hong Kong	6.2	6.6	6.9	4.7	5.3	5.7	1.2	1.0	0.8	1.5	1.5	0.7
Indonesia	6.6	7.8	7.3	8.0	6.4	6.9	-4.1	-3.3	-3.4	1.0	1.0	0.5
Malasia	3.5	4.3	4.5	8.2	7.5	7.1	-5.3	-6.1	-5.3	-0.7	-0.7	-0.5
Tailandia	4.8	8.8	8.0	6.7	1.5	3.0	-8.2	-5.9	-4.1	2.1	2.1	-1.5

El Financiero. Inapropiada la integración monetaria en Asia. Howard Georgina. Noviembre 24, 1997.

5.3 SEGUNDO CASO: Un nuevo boom petrolero, 2001

En este caso, vamos a identificar cuales son las etapas que se han desarrollado en lo que sería un boom petrolero que encontró las condiciones necesarias especialmente durante el año 2001 debido a los atentados "terroristas" que sufrió Estados Unidos (11 de Septiembre), mismos que tuvieron repercusiones económicas, políticas, sociales y culturales internacionalmente.

A continuación, presentaremos cual ha sido el desarrollo de los mercados internacionales y la de la economía mundial. Posteriormente veremos como se encuentra la economía estadounidense desde hace aproximadamente tres años a la fecha, en la medida de lo posible pues ha sido difícil tener acceso a información manejada el año pasado y un poco más para datos recientes. Todo esto tratando de ampliar cual ha sido el contexto en el que proponemos se está generando un nuevo boom petrolero, en pleno inicio del siglo XXI.

Es importante mencionar que por las fuertes probabilidades (casi un hecho) de un conflicto bélico entre Estados Unidos e Irak, haremos mención de otros países productores de petróleo como Irak, sin hacer un esbozo del desarrollo de sus economías. En el caso de Irak casi no se tiene acceso a información sobre su economía pero hemos podido recabar información en cuanto a su papel como productor petrolero que será de gran utilidad en el análisis a desarrollar.

5.3.1 Panorama de la economía mundial

Atravesamos actualmente, por primera vez en los últimos veinte años, una recesión-desaceleración con carácter global ya que, con mayor o menor intensidad, prácticamente todas las regiones y los principales países del planeta sufren una caída de la actividad. El desarrollo de la economía norteamericana, con un gran peso en la escena internacional no sólo por el volumen de su comercio exterior sino por su influencia en los mercados financieros, es determinante en la evolución, de la economía internacional.

Durante el segundo semestre de ejercicio del año 2001 el contexto económico europeo vivió un periodo de cierta inestabilidad e incertidumbre, aunque en ningún caso de la magnitud de la economía americana tal y como veremos más adelante. En Marzo del 2001 la Oficina Europea de Estadística (EUROSTAT) publicó datos preliminar del cuarto trimestre del año 2000 sobre el PIB de la Eurozona los cuales, suponen un crecimiento interanual del 3,0%. Para el conjunto del año, el PIB ha creció en media un 3,3%, frente al 2,5% de 1999. A pesar de que en términos anuales el 3,3% supone un crecimiento importante con respecto al año anterior, a lo largo del segundo semestre de 2000 se produjo una significativa desaceleración.

Por tipo de rúbricas, la inversión en bienes de equipo y las exportaciones fueron los componentes de demanda que mejor se comportaron. Con relación al consumo privado, las tensiones inflacionistas, la incertidumbre acerca del grado de desaceleración estadounidense y la debilidad del euro provocaron un empeoramiento paulatino de sus indicadores (confianza de los consumidores, ventas al por menor y ventas de coches).

Los indicios más evidentes de una desaceleración en la Eurozona durante el 2001 estuvieron relacionados con la escasa fortaleza que mostró el consumo privado, el agotamiento en el crecimiento de la inversión (motivado especialmente por el mal comportamiento de la construcción) y la menor aportación del sector exterior debido a la fuerte desaceleración americana. Estos hechos fueron los que contribuyeron a ralentizar el crecimiento en la Eurozona en el 2001. Las dos principales economías europeas, Alemania y Francia (el PIB alemán supone aproximadamente un 35% del total de la Eurozona, mientras que el francés un 22%), mostraron importantes diferencias en sus fuentes de crecimiento.

EUROZONA 1999-2001						
PAIS	PIB			IPC		
	1999	2000	2001e	1999	2001	2001e
España	4,0	4,1	3,1	2,3	3,4	3,1
Francia	2,9	3,2	2,9	0,8	1,7	1,4
Alemania	1,5	3,0	2,1	0,6	1,9	1,8
Italia	1,4	2,8	2,5	1,7	2,5	2,6
Unión Europea - 11	2,2	3,1	2,6	1,1	2,3	2,1
Reino Unido	2,0	3,0	2,6	1,6	2,9	2,6
Estados Unidos	4,4	5,0	1,7	2,2	3,4	3,0

Fuente: ICAE Informe Económico. Marzo 2001.

La demanda doméstica alemana, lejos de recuperarse, sufrió un serio revés en el último semestre del año. En cambio, la demanda interna francesa mantuvo la fortaleza de 1999. En este contexto, aunque ambos países registraron tasas similares de crecimiento durante el 2000, en el caso alemán la demanda externa tuvo un papel fundamental (aportando una tercera parte del crecimiento), mientras que en Francia la contribución del sector exterior fue nula. En la siguiente gráfica podemos apreciar el crecimiento económico de los principales países de la Eurozona hasta el polémico año 2001.

El área Latinoamericana se ha caracterizó por una considerable heterogeneidad de la situación económica de los países que la integran. México mostró la tasa de crecimiento más alta en veinte años, sostenido por la fortaleza de la demanda interna y el buen ritmo de las ventas a Estados Unidos. No obstante, la última parte del año experimentó nuevamente lentitud en la actividad asociada a la reducción en el ritmo de inversión en construcción y de las ventas hacia EEUU. Brasil consolidó durante el segundo semestre la recuperación económica tras la crisis del real en 1998.

La devaluación de su moneda favoreció fuertemente las ventas exteriores brasileñas, en detrimento de las argentinas, impulsando la actividad y el empleo, y con ello una progresiva recuperación de la demanda interna. Por su parte, Chile satisfizo sólo en parte las expectativas de recuperación de

principios de año. La excesiva dependencia de las ventas externas derivó en una pérdida de pulso de la reactivación económica a final del año coincidiendo con la ralentización del ritmo exportador de la industria.

Finalmente, Argentina ha visto cómo su situación empeoraba a lo largo del año, a causa de una paridad fija peso-dólar que ha impedido la reactivación económica a través de la demanda externa. La siguiente gráfica contiene varias variables macroeconómica que constatan la situación de algunos países de Latinoamérica.

PAIS	PIB			IPC		
	1999	2000	2001e	1999	2001	2001e
México	3,7	6,9	3,5	16,7	9,5	7,3
Argentina	-3,0	0,0	1,6	-1,2	-0,9	0,5
Chile	1,1	5,4	5,1	3,4	3,8	3,7
Brasil	1,0	4,2	4,1	4,9	6,2	5,5

Fuente: ICAE Informe Económico, Marzo 2001.

Sin embargo, a partir del segundo semestre del año pasado el panorama económico mundial ha ido mejorando. En este sentido, los principales organismos internacionales (FMI, OCDE y Comisión Europea) estiman una recuperación económica más vigorosa que la prevista. Según la OCDE, durante dicho año la economía estadounidense crecerá un 2,5 % anual y la Eurozona un 1,3 %, mientras que Japón retrocederá un 0,7 %.

La economía norteamericana sigue experimentado crecimientos sostenidos, manteniéndose por una evolución positiva del consumo, la inversión en vivienda y las ganancias de productividad. Por su parte, la producción industrial, la inversión en capital, los inventarios y el empleo continúan experimentando tasas de crecimiento anual negativas, aunque muestran signos de mejoría. Asimismo, la confianza de los empresarios sigue apuntando hacia una evolución más favorable de la actividad económica en los próximos meses. Por último, el déficit

de la balanza por cuenta corriente se encuentra en niveles récord y el *déficit público* ascendía a 147 mil millones de dólares en julio del año pasado¹².

En la Eurozona, los signos de recuperación económica todavía son incipientes, especialmente, en Alemania. Así, la economía europea mostró un crecimiento débil en el primer trimestre de 2002. El PIB aumentó un 0,2 % trimestral después de caer un 0,3 % en los tres meses previos. Por componentes, destaca el nuevo retroceso de la demanda interna y la aportación positiva del sector exterior. Los índices de confianza empresarial siguen repuntando y anticipan un mayor dinamismo de la actividad industrial. En el terreno fiscal, existen dudas sobre la voluntad o la capacidad de distintos países europeos de cumplir con los objetivos marcados bajo los diferentes planes de estabilidad.

Por último, en Japón, después de tres trimestres consecutivos de crecimiento negativo, la economía creció un 1,4 % trimestral entre enero y marzo del año pasado. El banco central, en su informe correspondiente al mes de junio pasado, ha señalado que la economía japonesa muestra signos de estabilización a partir del aumento de las exportaciones y el repunte en la producción industrial. Con relación a los precios, en Estados Unidos los datos siguen poniendo en evidencia la ausencia de presiones inflacionistas. En particular, el índice general del Índice de Precios al Consumidor (IPC) del mes de mayo se situó en el 1,2 % anual frente al 1,6 % del año 2001, apoyado por el retroceso del componente energético.

- ***Mercados de renta fija***

Durante el segundo trimestre del año pasado, los bancos centrales de las principales regiones desarrolladas mantuvieron inalterados los tipos de interés oficiales. En Estados Unidos, el tipo de interés de referencia permaneciendo en el 1,75 % desde diciembre de 2001, situándose actualmente en 1.24%. La

¹² Sabadell Banca Privada. *Economía y mercados*. Julio 2002.

Reserva Federal (Fed) mantiene un sesgo neutral al reconocer que, si bien hay indicios de recuperación económica, la demanda final todavía se muestra débil.

En la Eurozona, el tipo rector ha permanecido sin cambios en el 3,25 % en lo que llevamos de año. Según el Banco Central Europeo, las perspectivas económicas todavía son inciertas y se requiere más evidencia para evaluar plenamente los riesgos de inflación en el medio plazo.

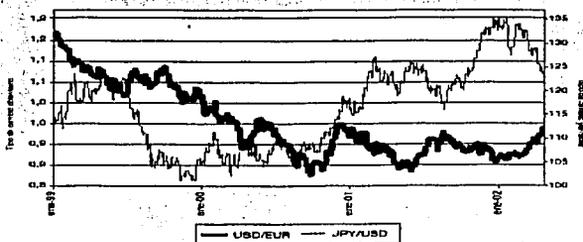
Asimismo, la máxima autoridad monetaria europea considera que una apreciación continuada del euro ayudaría a contener las presiones inflacionistas. En Japón, por su parte, persiste una política monetaria extremadamente inestable. Los mercados de deuda pública a largo plazo han mostrado una evolución favorable a ambos lados del Atlántico. Los títulos de renta fija han actuado como refugio ante el retroceso de los índices bursátiles y no han respondido a la mejora mostrada por los indicadores económicos.

El efecto arrastre del bono estadounidense y la apreciación del euro explican este comportamiento. Por último, en Japón, la agencia de calificación crediticia Moody's ha rebajado en dos niveles el *rating* de la deuda soberana nipona denominada en yenes. Según dicha agencia, las políticas llevadas a cabo por el gobierno no serán suficientes para evitar el aumento de la deuda pública japonesa.

- ***Mercados de divisas***

Los mercados de divisas se han caracterizado por una continuada depreciación del dólar frente a las principales divisas internacionales. El dólar ha perdido más de un 10 % de su valor frente al euro y ha situado su cotización en niveles no vistos desde febrero del año 2000. Así, ésta se ha situado en 0,99 EUR/USD frente a los 0,88 EUR/USD de principios del mes de abril pasado cotizando actualmente en 0,9281 EUR/USD. La pérdida de atractivo de los activos estadounidenses, en un contexto de caídas en los

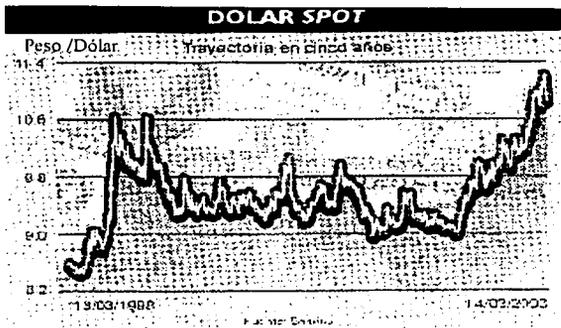
Indices bursátiles y reducidos tipos de interés además del abultado déficit de la balanza por cuenta corriente, lo que se está traduciendo en un retroceso de la divisa norteamericana.



Tipos de cambio dólar/euro y yen/dólar

El yen, por su parte, también se ha apreciado significativamente frente al dólar. De este modo, la cotización de la divisa nipona se ha situado en 119,65 JPY/USD desde los 133,29 JPY/USD de principios del año pasado, cotizando actualmente en 118,18 JPY/USD. Las autoridades japonesas, con la intención de limitar el impacto negativo de dicho movimiento sobre su sector exterior, han intervenido en varias ocasiones en el mercado de divisas mediante la venta de yenes. La última de estas intervenciones fue concertada con la Fed y el BCE.

El peso mexicano se ha depreciado casi un 10 % frente al dólar, al compás de la pérdida de valor de la divisa estadounidense frente al euro logrando cotizar actualmente en 10,928 MXP/USD. El peso mexicano es la divisa menos intervenida por su banco central en todos los mercados emergentes; el banco de México aplica desde hace cinco años una estrategia persuasiva y no defensiva del tipo de cambio, lo que ha redituado buenos dividendos.



Otras naciones experimentan una tendencia exactamente contraria a la de México, el Banco Central de Brasil tuvo que desembolsar algo más de 15 mil millones de dólares entre 1998 y 1999, antes de que su divisa sucumbiera y fuera devaluada, después de dicho descalabro tuvo que erogar 1 200 millones adicionales para establecer el real.

- ***Mercados de renta variable***

Los principales índices internacionales han finalizado el segundo trimestre del año con importantes retrocesos, en un contexto de elevada volatilidad. Los datos macroeconómicos han ido perdiendo interés para los inversores de renta variable. La bolsa ha estado especialmente condicionada por las dudas de que se genere una recuperación de los beneficios empresariales (a pesar de una hipotética mejora en el escenario macroeconómico) y la desconfianza en los estados contables de las compañías. Asimismo, los temores a nuevos atentados terroristas y la rápida depreciación experimentada por el dólar también han penalizado al mercado.

En este contexto, los inversores han ido perdiendo gradualmente la confianza en los activos de renta variable y la prima de riesgo del mercado ha aumentado. Todo lo anterior ha generado un proceso de rotación de activos

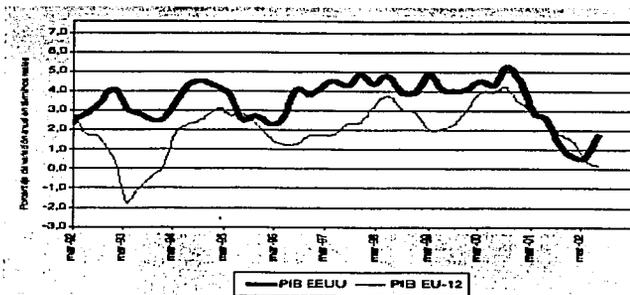
desde la renta variable a activos percibidos como más seguros por los inversores (el oro y la renta fija, por ejemplo). La atención de los inversores estaba centrada en la capacidad de las empresas para incrementar su cifra de negocios (y no tanto en su potencial de reducción de costes).

5.3.2 Panorama de la economía estadounidense

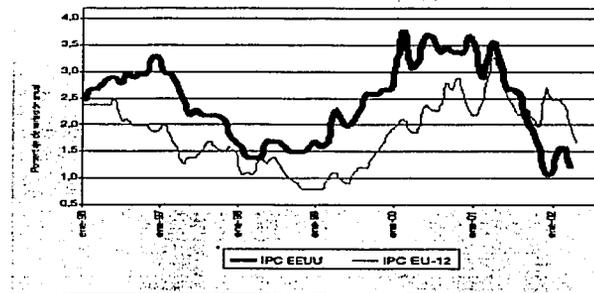
Junto con el desarrollo del ciclo expansivo más duradero e intenso de su historia, la economía americana había acumulado unos desequilibrios claramente insostenibles a plazo. Estos desequilibrios están asociados a la sobre inversión y el exceso de capacidad productiva, el elevado endeudamiento y la baja tasa de ahorro de los hogares y un abultado déficit por cuenta corriente. Todo indica que se depositó una excesiva confianza en la nueva economía y la incorporación de las nuevas tecnologías de la información.

Es importante señalar que la fase de recesión se había iniciado con anterioridad a los dramáticos acontecimientos del 11 de septiembre. Pese a la gravedad de los hechos en su dimensión humana y geopolítica, el ataque a las torres gemelas y al Pentágono constituyen, desde el punto de vista estrictamente económico, un shock de demanda caracterizado por un fuerte deterioro de la confianza, el retraimiento del consumo de las familias y el aplazamiento de determinados proyectos de inversión pero que deja inalterada la capacidad productiva y el potencial de crecimiento.

En las siguientes gráficas se aprecia cual ha sido el desarrollo del PIB estadounidense en los últimos diez años siendo evidente su periodo de expansión y recesión. Por otra parte, el aumento en los precios al consumidor presumiblemente ha sido superior en los últimos tres años aproximadamente, en comparación con la Unión Europea.



Evolución del PIB en Estados Unidos y en la Unión Monetaria Europea



Evolución del IPC en Estados Unidos y en la Unión Monetaria Europea

Asumiendo esta situación, la recuperación de la economía estadounidense requiere básicamente dos condiciones: el saneamiento de los desequilibrios internos, por un lado, y la recuperación de la confianza de los agentes económicos, por otro. En cuanto a la primera condición, ya se perciben síntomas de que el proceso de ajuste se está llevando a cabo. En este sentido apunta la corrección de los valores en la Bolsa, la caída de la inversión y el

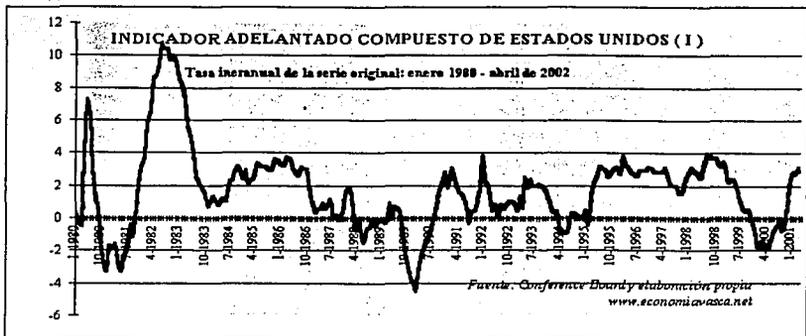
TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

ajuste de las existencias, el avance de la tasa de ahorro de los hogares y la reducción del déficit exterior.

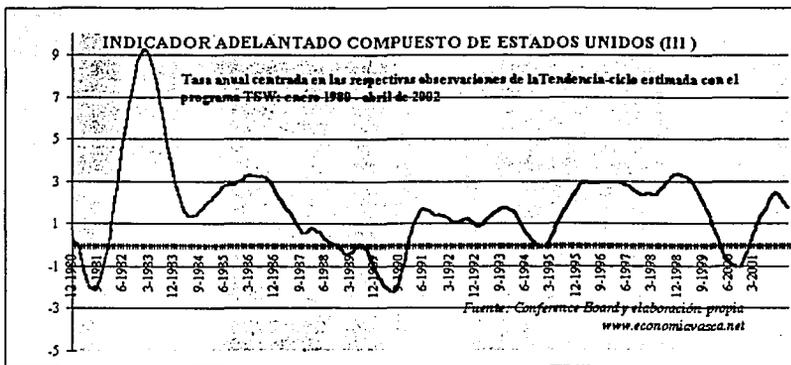
Este ajuste está llevando, como no puede ser de otro modo, a una recesión, probablemente profunda, que alcanzará su máxima intensidad en el primer trimestre del ejercicio en curso. No obstante, es precisamente este ajuste el que sienta las bases de un futuro relanzamiento de la actividad. Por lo que a la recuperación de la confianza de los agentes se refiere, el peso de la incertidumbre en cuanto al desarrollo del conflicto bélico y una eventual extensión de las agresiones terroristas es todavía considerable.

A todo lo anterior hay que sumar la ágil y enérgica reacción de las autoridades tanto en el frente monetario, inyección de liquidez y continuos recortes de los tipos de interés (como en el fiscal y presupuestario) reducción de impuestos y habilitación de importantes sumas para el gasto en reconstrucción, seguridad y defensa. Estas medidas expansivas no dejarán de hacer sentir sus efectos sobre todo tratándose de una economía especialmente flexible.

Por otro lado, aunque cada ciclo tiene sus características propias, la experiencia de la posguerra en los Estados Unidos nos dice que las recesiones han tenido una duración media de 11 meses y que nunca han superado los 16 meses. Si atendemos a estos estándares, haciendo cuentas el comienzo de la recesión se remonta al pasado mes de marzo del 2001 y el inicio de la expansión no debería retrasarse más allá de la primavera o, a más tardar, del verano del año pasado (2002).



Desafortunadamente, no hemos tenido acceso a la información que constata esto, sin embargo, de acuerdo al *Índice Adelantado de la Conferencia de Board*¹³ se tiene la hipótesis de una recaída de la economía estadounidense; lo que se ha llamado la recesión W ha sido y es una posibilidad real, cuyas probabilidades son inciertas y desde luego dependientes también de la respuesta de las autoridades económicas.



¹³ The Conference Board, EU Bussines Cycle Indicators, December 2002

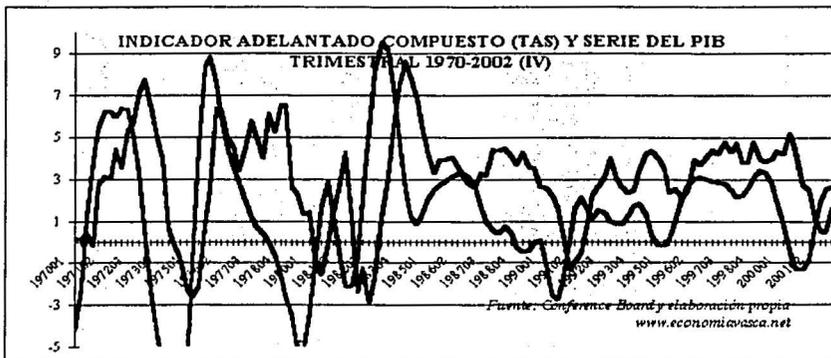
**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

Es probable que los ciclos económicos, entendidos como la sucesión de fases de aceleración y de desaceleración del crecimiento en función del mayor o menor grado de utilización de la capacidad productiva, hayan modificado su estructura alargando las fases expansivas y amortiguando su amplitud. Pero, no cabe duda, que siguen operando y que la globalización hace que su transmisión, tanto al alza como a la baja, sea cada vez más intensa.

Recordemos que en Mayo del año pasado después de hacerse públicas las primeras estimaciones de la evolución de la economía estadounidense, se esperaba una reacción de la economía en forma de V, es decir, una caída fuerte y una recuperación rápida. Esto debido al espectacular crecimiento que la economía presentó durante el primer trimestre de año pasado que fue de 5.8%. Esta tasa de crecimiento se debió a dos causas, de difícil permanencia en el tiempo:

- El aumento de stocks de las empresas, que va cediendo. La inversión de las empresas continúa cayendo mientras que el consumo se sostiene.
- La continuación del crecimiento del consumo debido a los débiles tipos de interés y a la política fiscal llevada a cabo por el Gobierno el pasado año.

Sin embargo, estos débiles tipos de interés que han llevado a los americanos a comprar en masa coches y viviendas no pueden durar mucho tiempo. Además, la confianza de los consumidores ha comenzado a decaer. Por estos motivos, la gran pregunta que se plantea hoy día es quién va a tomar el relevo del consumo, a qué ritmo, y por cuanto tiempo. Parece que son las empresas, y por tanto la inversión, las encargadas de tomar el relevo del consumo, pero para invertir es necesario que las propias empresas tengan confianza en el futuro.



Recientemente, los índices macroeconómicos han evidenciado que la economía estadounidense en general se mantiene estable, expectante a la posibilidad de una guerra en el Golfo Pérsico la cual, es un hecho que se llevará a cabo independientemente de la resolución que tomo el Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas durante este mes (marzo) del año en curso.

La Fed informó¹⁴ que la producción industrial creció 0.1% en febrero pasado, superior a lo estimado de una contracción de 0.1%, gracias al mejor desempeño de los sectores mineros y de servicios públicos. Los precios al productor aumentaron 1% en febrero, por segundo mes consecutivo, impulsados por los altos precios del petróleo; mientras que los inventarios de negocios crecieron ligeramente en enero, desempeño que sugiere que las compañías prefieren ajustar sus compras y pedidos hasta que la incertidumbre geopolítica desaparezca o el panorama económico se aclare.

Las tensiones geopolíticas también han afectado la confianza de los consumidores y su índice cayó a un nivel de 75.0 frente al nivel de febrero de 79.9. lo anterior hace suponer a algunos analistas que la Fed dejará las tasas

¹⁴ El Financiero. *Se mantiene estable la economía de Estados Unidos*. Marzo 17, 2003.



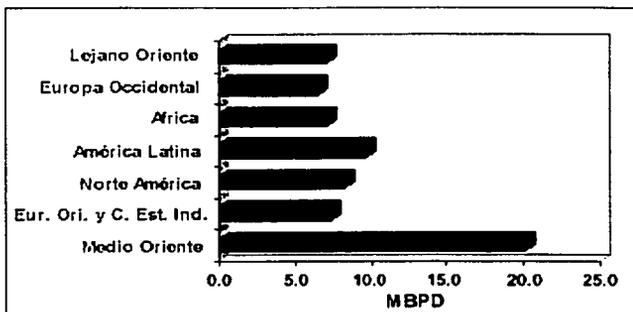
de interés sin cambios durante la reunión de esta semana. Expertos coinciden en señalar que la Fed mostrará su preocupación por la economía mediante un cambio en su evaluación del balance de riesgos hacia una posición de debilidad económica, también esperan que los funcionarios de la Fed esperen hasta que disminuya la incertidumbre acerca de una posible guerra con Irak.

5.3.3 Situación petrolera internacional a priori

Durante los últimos cinco años (1998-2002), la demanda mundial del petróleo ha experimentado un crecimiento interanual anormalmente débil, promediando apenas 580.000 barriles por día (bpd), y muy por debajo del crecimiento de la producción mundial. El año pasado el incremento en la demanda fue excepcionalmente bajo, apenas 250.000 bpd, o sea, menos de la mitad del promedio del último lustro.

No obstante, los pronosticadores, consideran que este año la demanda volvería a tomar un ritmo vigoroso de 1,1 millones de barriles por día (mbpd), alcanzando un nivel de 77,3 mbpd. Igualmente, se espera para el 2020, una demanda en el orden de los 115 mbpd que podría reducirse a 95 mbpd dentro de escenarios bajos del desenvolvimiento de la economía mundial.

PRODUCCIÓN MUNDIAL DE PETRÓLEO



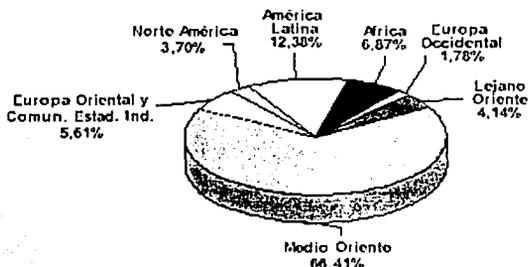
Fuente: OIL&GAS JOURNAL DIC 29/97, Vol 95 N.52. Colombia. . ECOPETROL

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

La pregunta difícil es si habrá suficiente producción para satisfacer esa futura demanda. Es bien sabido que la producción del petróleo, en algún momento, alcanzará su máximo potencial para luego ir declinando paulatinamente, tal como ocurre con cualquier recurso natural no renovable. Hay varios hechos que nos advierten sobre la etapa de agotamiento en que se encuentran las reservas mundiales. Algunos de éstos son:

- Desde el inicio de la industria petrolera hace unos 150 años, ya se han producido 915.000 millones de barriles, equivalentes a más del 40 % de las reservas totales del planeta y el consumo actual va agregando un 1.3 % cada año a su agotamiento.
- La producción mundial actual de 76 mbpd proviene de un total de 4000 campos petroleros, de los cuales sólo 14 campos gigantes (un campo gigante es uno que produce más de 100 000 bpd) aportan el 20 % de la producción.
- La edad promedio de estos campos gigantes es 45 años y sólo se han descubierto tres nuevos en los últimos 30 años. Menos de 60 campos en el mundo tienen una producción superior a los 200.000 bpd y otros tantos producen un poco más de 100.000 bpd.

RESERVAS MUNDIALES DE PETRÓLEO



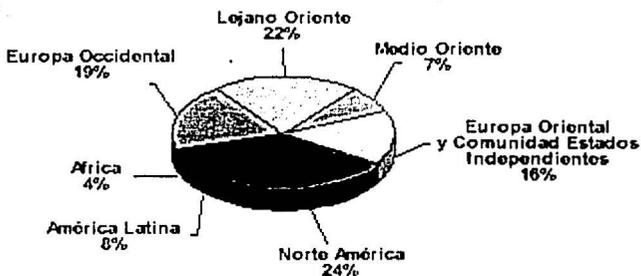
Fuente: OIL&GAS JOURNAL DIC 29/97, Vol 95 N.52. Colombia. ECOPEPETROL.

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

Entre las regiones productoras más importantes, varias ya han alcanzado el pináculo de su producción: Estados Unidos logró su máxima producción de 9 mbpd en 1970; Canadá alcanzó su pico de 1,8 mbpd en 1973; la ex-Unión Soviética llegó a su máximo de 12 mbpd en 1982; Alaska alcanzó un tope de 2 mbpd en 1987; y más recientemente, en 2000, el Mar del Norte también pasó su nivel máximo de 6 mbpd. Venezuela alcanzó su tope de 3,7 mbpd en 1970. México alcanzará su producción máxima en aproximadamente dos años. Se estima que la producción del Medio Oriente llegaría a su cúspide de 30 mbpd en los próximos 10 años y, en ese mismo lapso, la producción global alcanzaría su tope de 85 mbpd (ver Apéndice C *Exportación mundial de petróleo por país 1997-2001*).

Por otra parte, hasta 1998 Norteamérica tenía el 24% de la capacidad mundial de refinación mundial (principalmente Estados Unidos) seguida por el Lejano Oriente con un 22%, mientras tanto el 54% restante se reparte en cinco zonas: Europa occidental, Europa oriental, América Latina, Medio Oriente y África. En la siguiente gráfica se aprecian estos porcentajes claramente.

CAPACIDAD MUNDIAL DE REFINACIÓN



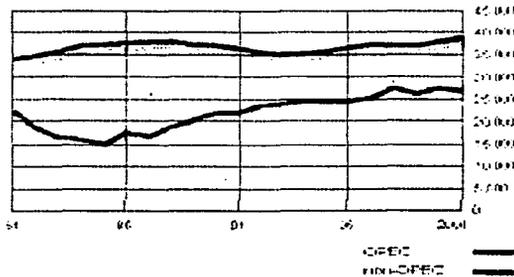
Fuente: OIL&GAS JOURNAL DIC 29/97, Vol95 N.52, Colombia. ECOPEPETROL.

Finalmente, presentamos dos gráficas que muestran la evolución de la producción y exportación mundial de petróleo de 1981 al 2001, año en el que

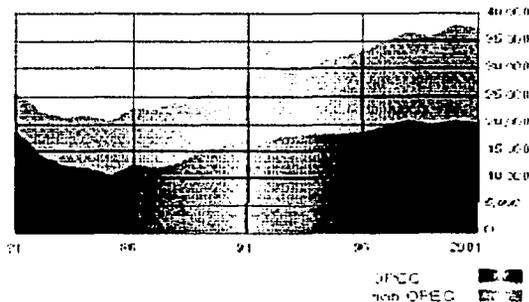


iniciamos con nuestro análisis. No sin antes hacer mención del papel que desempeñan países como Arabia Saudita, Irán, Kuwait e Irak dentro del sector petrolero mundial, para ello hemos seleccionado seis tablas integradas en el *Apéndice B*, que contienen información grupal e individualmente de países miembros de la OPEP y del mundo referente al valor de sus importaciones, y exportaciones de petróleo así como del consumo mundial de productos refinados.

World crude oil production, 1981-2001
(1,000 b/d)



Crude oil exports, 1981-2001
(1,000 b/d)



TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

5.3.4 Análisis de un nuevo boom, situación petrolera

Para este análisis hemos considerado la situación y desarrollo de la economía mundial a partir del año 2000, en particular, el contexto vivido después de los acontecimientos del 11 de Septiembre del 2001. A partir de esta fecha, nos enfocaremos en el sector petrolero internacional y particularmente en el de Estados Unidos, apoyándonos de las estadísticas antes presentada además de información de última mano, por decirlo así. Esto se debe a la poca información disponible sobre el sector petrolero durante el último año y lo que va de este.

- **FASE I EVENTO DETONANTE**

1. **DESPLAZAMIENTO**

Definitivamente y sin lugar a dudas el evento que dio paso a este desplazamiento fueron los atentados del 11 de Septiembre del 2001, provocando miles de víctimas y golpeando por primera vez los símbolos mundiales del poder económico y militar de Estados Unidos. Así, surge una ideología mundial antiterrorista que genera una psicosis principalmente en los estadounidenses, teniendo repercusiones no solamente económicas sino sociales, culturales y geo-políticas.

Para finales del mismo mes, el afgano Osama Bin Laden se vuelve el hombre más buscado del mundo al ser identificado como el líder de los atentados antes mencionados, llevados a cabo con la participación del grupo terrorista Al Qaeda. El 7 de Octubre del mismo año empiezan los primeros bombardeos aéreos contra Afganistán (por ocultar a Osama Bin Laden y a su familia) llevados a cabo por Estados Unidos y sus aliados: Gran Bretaña y Francia además de un aparente consentimiento mundial como respaldo a esta nueva operación militar.

La guerra que comienza en Afganistán, con operaciones militares anunciadas varias veces por el presidente de los Estados Unidos; George

Bus (llamadas inicialmente "Justicia infinita" y luego "Libertad duradera"), es considerada la respuesta necesaria ante el desafío terrorista. De este modo, la guerra que comienza en Afganistán toma un carácter permanente y no una continuación de la política con otros medios. A la fecha no se sabe de Osama Bin Laden ni de el total de su familia lo cual, ha sido considerado un fracaso de dicha guerra.

Finalmente en enero de 2002, el presidente estadounidense lanzó un llamado al mundo diciendo que todos aquellos países que refugiaran terroristas serían considerados sus cómplices. Acto seguido, comenzaron las negociaciones de desarme nuclear en Irak al argumentar que había nexos entre Bin Laden y el líder iraquí Saddam Hussein. Asimismo, Estados Unidos advirtió a Irán y Corea del Norte sus intenciones militares con estos países en caso de que sigan dando apoyo a terrorista y tengan armas nucleares que pongan en peligro la "paz mundial", respectivamente.

2. *CRECIMIENTO GRADUAL*

Comenzamos este trabajo con la expectativa de una inminente guerra entre Estados Unidos e Irak, finalmente esta expectativa dio paso atrás este jueves 20 de marzo después de haber transcurrido cuarenta y cinco minutos del plazo final, dado por el presidente George Bus para que Saddam Hussein abandonara Irak. Esto a pesar de no contar con el respaldo del Consejo de Seguridad de la Organización de las Naciones Unidas (ONU), teniendo por aliados a Gran Bretaña y España además de una lista de treinta países que apoyan dicha guerra, de los cuales casi la mitad permanecen en el anonimato.

La respuesta internacional no se hizo esperar, Francia rechazó al día siguiente una eventual resolución en Naciones Unidas que pretenda autorizar la intervención militar en Irak, después de que ya se inició, y mucho menos una resolución que le otorgue a Estados Unidos y Gran

Bretaña poderes para administrar el país árabe¹⁵. El presidente francés Jacques Chirac, aseveró que Estados Unidos y Gran Bretaña se han "salido de la legalidad internacional" al lanzar la guerra con Irak sin el aval de la ONU, en el segundo día de la cumbre de la Unión europea donde se establecieron algunos principios claros sobre el conflicto y sobre el regreso lo más pronto posible de la legalidad internacional.

El primer ministro británico, Tony Blair, pidió que la ONU conceda un mandato para la administración civil en Irak Tras la guerra, con lo que desató la nueva controversia. Chirac respondió que una resolución sobre un gobierno civil en Irak "no corresponde a la situación actual". Puntualizó que habrá que reconstruir Irak juego de la guerra, y "para eso solo habrá una instancia: la ONU". Sin embargo, subrayó, Francia no puede aceptar una resolución que justifique el ataque militar y entregue a británicos y estadounidenses la administración de Irak. "No hemos hablado de la reconstrucción en el sentido económico. De eso no se puede hablar hoy en momentos en que se está destruyendo. Solo después se podrá ver que hay que reconstruir".

Chirac defendió además "la plena soberanía de Irak" y asentó que "sus riquezas naturales solo pertenecen al pueblo iraquí". El mandatario francés confrontó esa tesis con la de Blair, para quien los recursos deberán beneficiar a la población a través de un fondo administrado por la ONU. Según el primer ministro su gobierno ya llegó a un acuerdo al respecto con Estados Unidos.

Alemania y Holanda también rechazaron la petición de expulsar a los diplomáticos iraquíes del gobierno de Saddam Hussein, que Estados Unidos hizo formalmente a los gobiernos del mundo hasta que logre instaurar "una autoridad interna iraquí. Por su parte las autoridades suizas dijeron no haber encontrado cuentas bancarias a nombre de Saddam

¹⁵ La Jornada. *Negociaciones estancadas en la UEE*. Sofia Jiménez. Marzo 22, 2003.

Hussein o de alguno de sus familiares o colaboradores en sus entidades financieras, conforme con una investigación realizada a pedido de Estados Unidos (semejante a la llevada a cabo con Osama Bin Laden), que solicitó el bloqueo de supuestas cuentas bancarias del líder iraquí.

Por otra parte Washington, lanzó una campaña diplomática para evitar que se convoque a una sesión de emergencia de la asamblea general de la ONU para condenar la guerra contra Irak. La Asamblea General solo puede emitir declaraciones políticas del sentir internacional, a diferencia del Consejo de Seguridad, cuyas resoluciones son vinculadas bajo leyes internacionales, pero una Asamblea General con ese carácter le representaría una derrota política.

Hoy en día, la expectativa central en el mundo, es saber cuanto durará esta guerra; si será una guerra que presume de ser rápida según los expertos o bien, que no será fácil ni tan rápida como se ha venido especulando, de acuerdo a las declaraciones del presidente George Bush hechas por cadena televisiva el mismo día que dio inició el bombardeo en territorio iraquí.

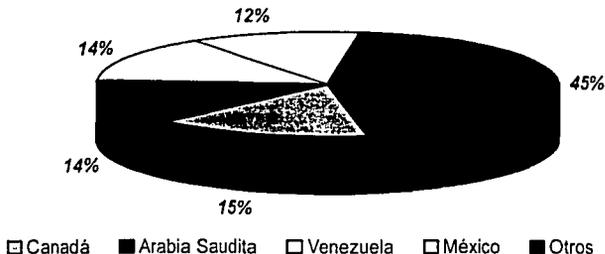
Sin embargo, para efectos de este trabajo la expectativa central es saber que va a pasar durante y una vez concluida esta guerra con los precios del barril de petróleo (ver Apéndice D *Spot de precios del petroleo 1997-2001*) pues de acuerdo a los especialistas dicha guerra amenaza la recuperación económica mundial, en particular el desarrollo de la economía estadounidense. Además, la situación actual en torno al sector petrolero es muy incierta lo cual, provoca fuertes fluctuaciones en el precio del barril de petróleo.

Recordemos que recién instalado en la Casa Blanca, el gobierno de Bush definió la "seguridad energética" como prioridad clave de su política exterior, cuando la creciente dependencia del petróleo extranjero obligó a la adopción de la recomendación hecha por el grupo de trabajo para la

estrategia nacional de energía, convocado por el vicepresidente Dick Cheney: que "el presidente haga de la seguridad energética una prioridad en nuestra política comercial y exterior".¹⁶

El documento producido (antes de los atentados terroristas) por el grupo de Cheney advirtió: "en 2001 Estados Unidos enfrenta la más seria carencia de energía desde los embargos de petróleo de los 70. En nuestro curso actual, en 20 años el país importará casi dos de cada tres barriles de crudo; una condición de creciente dependencia de poderes extranjeros que no siempre tienen de Estados Unidos en su corazón". El mismo grupo de trabajo señaló que durante el año 2000, casi 55 % de las importaciones estadounidenses de crudo provenían sólo de cuatro países: Canadá, Arabia Saudita, Venezuela y México.

Importaciones de Petróleo a Estados Unidos durante el año 2000



Así, Cheney recomendó que el mantener buenas relaciones políticas y económicas con estas naciones debía ser un objetivo central del gobierno de Washington. Ese documento definió cuatro zonas geográficas como estratégicas en el suministro de petróleo (y gas natural). Además de Arabia Saudita y los otros países de Medio Oriente, Cheney declaró: "necesitamos fortalecer nuestras alianzas de comercio, profundizar nuestro diálogo con los principales productores de crudo y trabajar por una mayor producción

¹⁶ La Jornada. *Ataque a Irak, cuestión de seguridad energética en E.E.U.U.* Jim Cason y David Brooks. Enero 4, 2003.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

en el hemisferio occidental, África y el Caspio, y otras zonas con abundantes recursos petroleros".

La región del mar Caspio está ubicada justo al norte de Afganistán y se espera que la zona sea una fuente mayor de petróleo y gas natural en las próximas décadas. Estados Unidos también espera poder contar, en los siguientes 25 años, con una triplicación de la producción petrolera de países africanos que no son miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP).

3. AUMENTO DE LIQUIDEZ

En su más reciente informe de proyecciones, *Annual Energy Outlook* para 2003, difundido en noviembre en su versión preliminar, el Departamento de Energía reporta que la demanda mundial de crudo se incrementará 61 por ciento en los próximos 25 años. En ese periodo, la dependencia estadounidense del energético extranjero se incrementará de 55 a 68 por ciento.

Así, el Departamento de Energía subraya la necesidad de ampliar la producción petrolera en América Latina. Estados Unidos proyecta que la extracción en Brasil podría multiplicarse por cuatro para llegar a un total de 4 millones de barriles diarios en los próximos 20 años, y que podrían esperarse incrementos significativos en Colombia, Ecuador y Argentina, dependiendo en parte de las circunstancias políticas.

Larry Lindsey, ahora ex asesor económico de George W. Bush en la Casa Blanca, justo antes de dejar el cargo durante el mes de enero de este año, declaró: "cuando se dé un cambio de régimen en Irak uno podrá sumar entre 3 y 5 millones de barriles de producción a la oferta mundial (de petróleo)... una exitosa realización de la guerra sería buena para la economía".

Pero este argumento, señalan expertos del sector petrolero, es muy optimista por el solo hecho de que la infraestructura petrolera iraquí está tan deteriorada que llevaría entre 5 y 10 años lograr este nivel sin precedente de producción y, además, hay algunos intereses en el sector que se opondrían a añadir tal nivel de oferta al mercado mundial, ya que esto tendría un efecto negativo sobre el precio del producto.

Si bien las sanciones de la ONU no permiten a compañías extranjeras invertir en campos petrolíferos iraquíes, éstas pueden sin embargo firmar contratos que entrarán en efecto una vez levantadas las sanciones. Preocupadas por su posición en el mercado, compañías petroleras norteamericanas están presionando a la administración Bush para que esta remueva al líder Saddam Hussein de su puesto.

Esta posibilidad preocupa a aquellos que hoy hacen negocios con el régimen de Saddam Hussein. En el último mes, grandes compañías petroleras en Francia, Italia, España, Turquía, China e India han entrado en acuerdos petroleros con Hussein. Rusia, ha recibido enormes contratos por parte gobierno iraquí. LUKoil, la compañía petrolera Rusa mas grande, ha firmado un contrato de producción petrolera de varios miles de millones de dólares con el señor Hussein, dándole a LUKoil una posición mayoritaria en Qurna Oeste, un gigantesco campo iraquí que contiene mas de 11 mil millones de barriles de crudo.

Mikhail Khodorkovsky, jefe de la compañía petrolera rusa Yukos, predice que la deposición del señor Hussein bajaría los precios del crudo a unos 15 o 20 dólares por barril, desde los 30 alrededor de los cuales ha estado flotando últimamente. De acuerdo a Khodorkovsky, la producción iraquí de crudo se duplicaría dentro de los tres años de la caída de Saddam Hussein. Esto llevaría la producción iraquí a unos 5 millones de barriles diarios (igual a la actual producción rusa).

Tales verdades son bien sabidas en Washington. En abril del 2002, la administración de Información Energética del Departamento de Energía de Estados Unidos notó: "La exportación de petróleo crudo es una importante fuente de ingreso para Rusia dado que constituye aproximadamente un 25 por ciento del ingreso del gobierno. Un mero incremento de 1 dólar por barril en el precio del Standard ruso Mezcla Ural, ingresa casi mil millones de dólares extra en ganancias. Sin embargo, de la misma manera, una mera caída de 1 dólar en el precio por barril es un golpe significativo en el presupuesto de Rusia".

Esta caída en los precios del petróleo es con lo que la administración Bush esta contando. Sin embargo, mientras tanto la administración no se decida, la economía mundial permanecerá inestable. Los precios del crudo ya han subido un 50% este año debido al temor por parte de los inversores de que una invasión a Irak interrumpa el suministro de petróleo. Una interrupción en el Medio Oriente, el cual provee un tercio de todo el petróleo mundial, causaría una escalada en los precios del petróleo. Esto pondría una tensión extra en la economía global en un momento en el que ya se encuentra débil.

Recientemente se han realizado varios estudios para calcular los costos económicos de la guerra contra Irak. El Centro de Estudios Estratégicos e Internacionales (CSIS), con sede en Washington, convocó a un grupo de expertos que calcularon varios factores, que incluyeron el costo directo de la acción bélica más los costos indirectos y posteriores, así como el impacto sobre los mercados petroleros.

El costo acumulativo de aquí a 2004 oscila entre 55 mil millones de dólares (en el mejor de los casos: una guerra breve y exitosa), y 120 mil millones (en el peor escenario). La Cámara de Representantes y la Oficina de Presupuesto del Congreso también han calculado el costo de una guerra relativamente breve entre 55 mil y 60 mil millones de dólares. Pero si se

incluyen proyecciones para una década agregando los costos posguerra de la reconstrucción y el mantenimiento de paz, podría resultar una cifra de mínimo 120 mil millones hasta 1.6 billones de dólares (con costos posguerra de hasta 600 mil millones).

En torno al petróleo, los cálculos oscilan entre dos polos: desde el peor escenario, donde el equipo de CSIS vislumbra la posibilidad de una dramática alza de hasta 80 dólares por barril, y un retorno a los 40 dólares durante un periodo extendido que sería desastroso para varias economías nacionales, entre ellas la estadounidense, a un escenario sin guerra, que irónicamente no es el mejor para la economía.

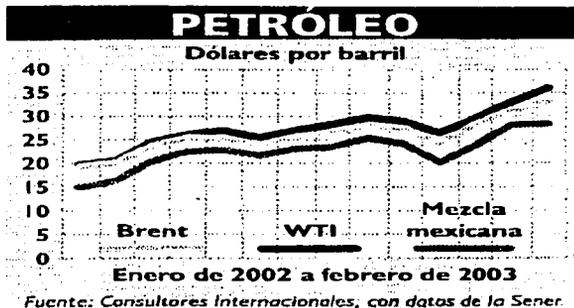
En la reunión del pasado 26 de junio la OPEP decidió mantener sin cambios su nivel de producción de petróleo, sin embargo, el precio del crudo no mostró una tendencia clara durante el segundo semestre del año pasado, su cotización osciló alrededor de los 25 dólares por barril y ha seguido una tendencia alcista en su precio manteniendo a la fecha un precio promedio de 30.05 dólares por barril¹⁷ produciendo con ello, un aumento de liquidez dentro de los países productores de petróleo el cual, representa un excedente para la economía de cada país (verificar el *Apéndice D* Spot de precios del barril de petróleo en años anteriores al 2001 para China, Malasia, Australia, Colombia Estados Unidos y Rusia).

Por su parte empresas petroleras internacionales como Exxon Mobil Corp, ha estado ganando 2.5 millones de dólares diariamente, antes de impuestos, por cada dólar de prima de guerra por barril, esto es, el valor adicional que el mercado le ha dado al petróleo debido a la incertidumbre sobre los efectos de una conflagración en la oferta mundial del crudo. Mientras tanto, las compañías petroleras en Europa, que comprenden tres

¹⁷ *El Financiero. Mercados físicos. Marzo 5, 2003*

de las cuatro mayores del mundo, han tenido un desempeño mejor que el del resto del mercado europeo desde principios del año 2000.

Sin embargo, ninguna de las tres mayores firmas de energía del mundo: la estadounidense Exxon Mobil, la británica BP y la anglo-holandesa Royal Dutch-Shell, pueden ahora ofrecer un crecimiento en la producción de gas y petróleo de más de 3% al año. Todavía peor para las compañías y quienes invierten en ellas, las empresas petroleras están altamente valuadas en relación con otros sectores de la bolsa, a pesar de que los precios de sus acciones se han debilitado con el resto del mercado y se negocian a mínimos de cinco años.



TESIS CON
FALTA DE ORIGEN

De acuerdo con la información recopilada hasta el momento, solo podemos presentar la primera fase de lo que se vislumbra como un boom o una burbuja económica en el sector petrolero internacional, sin embargo, los eventos futuros dentro de su entorno pueden acelerar o viceversa, el desarrollo de las siguientes fases del Modelo de Minsky y sus respectivas etapas. Solo durante los próximos meses es que podremos constatar la evolución de las siguientes etapas de este boom petrolero y más aún, sólo durante los próximos años podremos contar con la información y estadísticas necesarias que sustenten el desarrollo de sus etapas.

CONCLUSIÓN

acuerdo a experiencias pasadas como el boom empresarial tailandés de 1997, nos podíamo comprobar que el modelo funciona y es perfectamente aplicable ante indicios de un nuevo boom financiero como el reciente boom petrolero, independientemente del activo del que se trate.

En el caso del boom tailandés, pudimos comprobar que dicho boom tuvo activamente su origen en una sucesión de eventos que se llevaron a cabo por el exceso de liberalización implementado en ese país, lo cual, dio paso al desplazamiento inicial que presenta todo boom.

Las etapas posteriores de este boom maduraron con el paso del tiempo y fueron marcadas por eventos como: el crecimiento de la economía tailandesa a tasas sorprendentes (8% anual) permitiendo un *crecimiento gradual*; la creación del Servicio Bancario Internacional de Bangkok dio apertura a las inversiones de extranjeros dando paso a un *aumento de liquidez*; el exceso de demanda para invertir en el país estimuló el *ingreso de novatos*; la sobre valuación del baht dio paso a la etapa de *euforia*.

La revisión del verdadero valor de los préstamos concedidos a empresas tailandesas provocó la *salida de conocedores* quienes comenzaron a retirarse del mercado; los especulativos contra el baht tuvieron el propósito de devaluarlo, produciéndose así un *crac*; la salida continua de capitales y la desvinculación del baht con el dólar creó el *pánico* entre los inversionistas quienes retiraron sus inversiones del país originando una inestabilidad entre los regímenes cambiarios de los países vecinos en Asia produciendo así la última etapa del boom tailandés; el *rechazo*.

Por otra parte, eventos como los ocurridos el once de septiembre de hace dos años, tuvieron tal profundidad e impacto en el entorno mundial que dieron paso a otro desplazamiento que inevitablemente alteró el panorama. Los cambios que se presentaron después marcaron eventos como: el anuncio de una guerra, diferencias de políticas seguidas y por seguir, el inicio y fin de la misma, etcétera, mismos que van delineando cada una de las etapas posteriores de este boom petrolero.

Desafortunadamente el acceso a la información que constate cada fase y sus respectivas etapas, esta muy lejos de estar en nuestras manos. Sin embargo, gracias a la información recopilada es que hemos podido plantear la primer fase del modelo y de acuerdo a lo expuesto pudimos ver que el precio del barril de petróleo había tenido un incremento del 50% en último año mismo que actualmente esta en descenso, perfilándose como el crac del boom petrolero.

Aunado a este hecho, se ha planteado la posibilidad de quitar el embargo económico a Irak y más aún, la posibilidad de levantar las sanciones impuestas por la ONU para invertir en campos petrolíferos iraquíes, dichos eventos sólo avivan la especulación en torno al activo en juego; el petróleo.

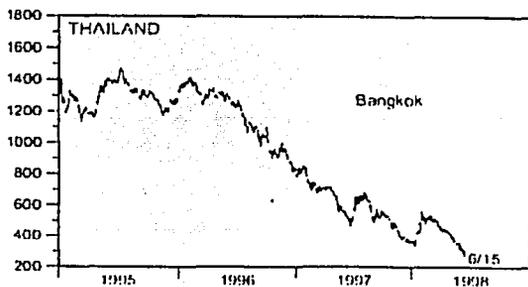
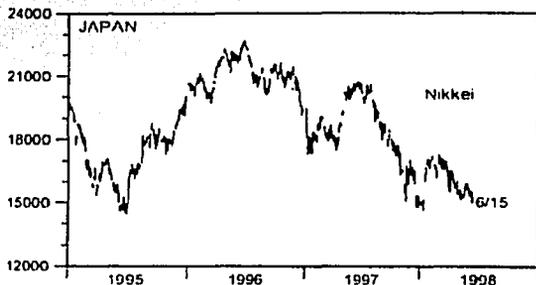
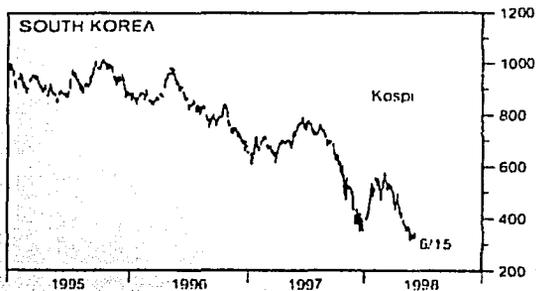
Desde este panorama tan incierto y falto de información certera sería demasiado aventurado de nuestra parte plantear cuales son los eventos detonantes de las etapas posteriores de este boom. A pesar de ello, ya se empieza a oír en los noticieros acerca de la aparente recuperación de los índices bursátiles de los mercados financieros internacionales, lo cual nos hace pensar en la quinta fase del modelo y su etapa de pánico, no así en la última etapa.

Por último, debido a la poca bibliografía y estadísticas que existen sobre el tema de estudio se elaboraron las gráficas y cuadros más representativos mediante la recopilación de datos provenientes de diversas organizaciones internacionales complementándolos con información de última mano logrando con ello, hacer más clara la exposición del trabajo.

Cabe resaltar, que se eligió un tema bastante amplio en el que se trataron temas como: la regionalización, la globalización productiva, las estrategias de inversión, los mercados emergentes, entre otros, que bien pueden ser tema de tesis para futuros Actuarios, plataforma inicial para quien realice otra investigación o tema de estudio para quien simplemente este interesado en los temas tratados.

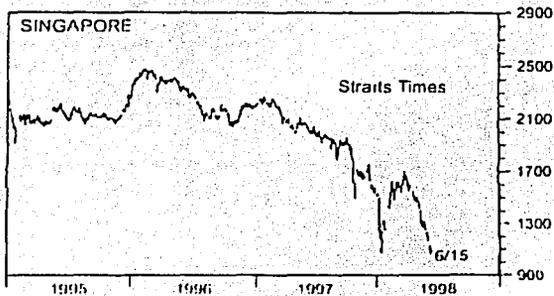
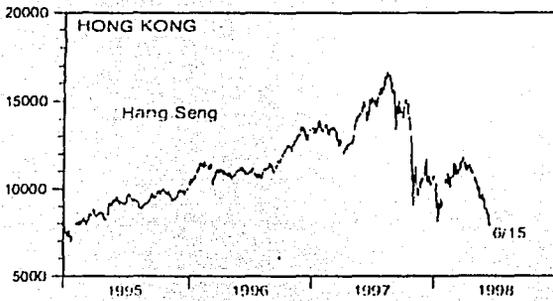
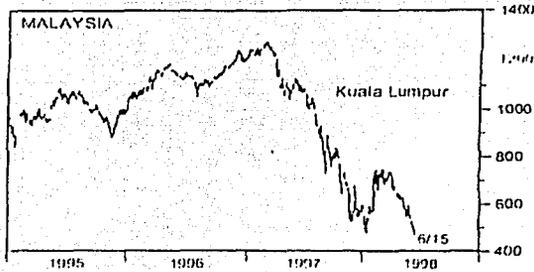
APÉNDICE A

Evolución de los principales índices de los mercados asiáticos



Fuente: Datastream

TESIS CON
FALTA DE
EN



Fuente: Dalastream

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

APÉNDICE B

Importación y exportación, de petróleo de los países miembros de la OPEP

OPEC Members' values of petroleum exports,

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001*
Algeria	6,938	8,826	8,352	5,691	7,556	12,920	11,790
Indonesia	6,443	7,879	7,243	4,600	6,580	10,935	8,944
IR Iran	14,973	19,441	15,553	10,048	16,098	25,443	21,420
Iraq	461	680	4,280	5,111	12,104	18,150	12,676
Kuwait	12,054	14,132	13,468	8,472	11,026	18,184	14,975
SP Libyan AJ	7,763	9,543	8,905	5,612	7,734	12,230	10,880
Nigeria	11,512	14,888	14,391	8,754	12,453	20,040	17,188
Qatar	2,987	3,801	4,655	3,357	4,775	7,834	6,964
Saudi Arabia	43,547	54,272	53,344	32,570	44,939	70,960	62,981
United Arab Emirates	12,822	14,980	15,269	11,131	15,021	26,148	22,414
Venezuela	13,987	19,659	18,140	12,007	16,465	26,755	20,300
OPEC	133,486	168,102	163,599	107,352	154,750	249,599	210,531

Notes: Some countries report substantial amounts of crude and products, resulting in lower net revenue from petroleum operations. There may be additional independent rounding. Where applicable, petroleum product exports are included. Data for some countries may include crude/energy, as well as other OGBs, but excluding border trades.

Sources: Direct communications to the Secretariat; national sources; IMF, International Financial Statistics; AOC; Secretariat's estimates.

OPEC Members' values of imports (m \$)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Algeria	10,400	9,090	8,530	8,810	9,164	9,201	9,940
Indonesia	40,629	42,979	41,680	27,337	24,004	33,515	28,822
IR Iran	12,774	14,989	14,123	14,286	13,433	15,207	18,194
Iraq	665	950	4,000	4,400	6,900	11,153	11,000
Kuwait	7,790	8,373	8,246	8,619	7,617	7,157	7,734
SP Libyan AJ	5,392	5,873	6,123	5,466	3,861	7,700	8,724
Nigeria	8,222	6,438	9,501	9,211	8,588	8,721	9,700
Qatar	3,398	2,868	3,322	3,409	2,500	3,252	3,025
Saudi Arabia	28,091	27,744	28,732	30,013	28,011	30,238	31,223
United Arab Emirates	20,984	22,638	29,952	24,728	33,231	38,139	39,020
Venezuela	12,650	9,880	14,607	15,818	14,064	16,213	18,072
OPEC	150,994	151,773	168,815	152,096	151,372	180,496	185,404

Notes: Totals may not add up due to independent rounding. Revisions have been made throughout the time series. All figures in

Sources: Direct communications to the Secretariat; IMF, International Financial Statistics; Direction of Trade Statistics; national sources; EIU, country reports; Secretariat's estimates.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

OPEC crude oil exports by region (1,000 b/d)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
North America	3,676.8	3,689.2	4,214.0	4,731.0	4,455.1	4,798.0	4,945.7
United States	3,459.9	3,463.4	3,960.2	4,448.1	4,173.6	4,515.9	4,640.6
Latin America	675.0	800.4	713.1	771.4	826.2	913.5	935.1
Eastern Europe	197.9	183.9	234.0	247.6	181.3	205.1	158.7
Western Europe	5,110.1	5,053.6	5,307.1	5,827.3	4,981.0	5,112.4	4,448.0
France	862.9	829.8	850.1	922.9	824.5	864.7	718.5
Germany	597.9	576.2	532.4	550.1	478.5	499.7	419.0
Italy	1,028.9	1,113.6	1,258.9	1,357.6	1,188.7	1,212.2	1,027.4
United Kingdom	203.5	182.8	134.5	146.5	86.8	76.2	89.5
Middle East	304.2	312.4	307.8	311.0	293.6	272.1	273.6
Africa	506.0	517.3	563.7	578.4	557.7	621.8	598.1
Asia and Pacific	7,620.7	7,759.3	7,985.9	8,104.1	7,900.1	8,271.8	8,178.5
Japan	3,538.0	3,558.2	3,743.3	3,863.2	3,492.8	3,541.5	3,581.3
Unspecified	10.9	55.9	5.4	16.8	210.5	332.1	343.0
Total world	18,101.6	18,372.0	19,331.1	20,586.9	19,405.5	20,526.7	19,880.8

World consumption of refined products by region

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
North America	18,395.9	18,929.9	19,373.5	19,701.8	20,378.1	20,463.1	20,269.9
Latin America	5,863.7	5,926.5	6,197.9	6,405.0	6,239.6	6,370.4	6,240.7
Eastern Europe	5,884.0	5,407.6	5,543.6	5,381.0	5,144.4	4,834.3	5,009.0
Western Europe	12,995.9	13,376.7	13,450.1	13,735.4	13,807.8	13,691.7	13,911.3
Middle East	3,385.8	3,469.0	3,521.0	4,004.8	3,947.4	4,046.9	4,182.3
Africa	1,935.7	1,977.0	2,034.4	2,072.6	2,104.7	2,105.8	2,111.7
Asia and Pacific	16,747.6	17,650.9	18,475.3	17,881.1	18,813.5	19,355.2	19,312.7
Total world	65,208.7	66,732.7	68,595.9	69,201.7	70,434.5	70,820.8	71,142.7
OPEC	4,293.7	4,436.0	4,549.4	4,979.0	4,850.9	5,053.8	5,254.7
OPEC percentage	6.6	6.7	6.7	7.3	7.0	7.2	7.2

Exports of refined products by OPEC Members (1,000 b/d)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Algeria	395.8	406.1	462.3	461.9	599.7	544.3	555.8
Indonesia	794.1	797.1	757.3	720.8	191.9	188.8	196.3
IR Iran	165.6	172.5	225.9	277.8	362.9	347.3	307.7
Iraq	18.3	23.6	18.9	23.0	23.0	23.0	25.0
Kuwait	794.2	751.5	848.0	795.0	838.6	674.5	642.3
SP Libyan AJ	132.7	125.3	147.9	168.6	201.2	237.0	225.0
Nigeria	38.8	22.6	25.3	3.8	14.1	17.3	45.7
Qatar	98.0	107.0	125.0	95.1	75.3	75.3	78.1
Saudi Arabia	1,321.6	1,492.0	1,392.9	1,368.9	1,279.7	1,228.1	1,082.6
United Arab Emirates	269.1	271.9	323.1	319.1	331.0	391.7	398.2
Venezuela	688.3	742.1	841.5	846.2	828.0	779.6	761.1
OPEC	4,216.5	4,411.7	4,668.0	4,580.2	4,745.3	4,506.8	4,317.6

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

APÉNDICE C

World crude oil exports by country, 1997-2001 (1,000 b/d)

	1997	1998	1999	2000*	2001*	% change 01/00
North America	1,139.6	1,258.7	1,168.0	1,226.7	1,153.9	-5.9
Canada	1,042.9	1,146.4	1,047.4	1,175.2	1,130.2	-3.8
United States	96.7	112.2	120.6	51.5	23.7	-54.0
Latin America	5,061.7	5,188.5	4,715.5	5,039.5	5,060.9	0.4
Colombia	344.7	444.4	515.4	608.0	576.0	-5.3
Ecuador	256.5	242.8	226.4	219.4	243.0	10.8
Mexico	1,793.0	1,807.4	1,671.7	1,848.5	1,982.5	1.8
Trinidad & Tobago	55.6	52.4	58.0	60.2	62.7	4.2
Venezuela	2,210.8	2,243.9	1,923.0	2,003.5	1,964.7	-1.9
Others	401.0	397.6	320.9	300.0	331.9	10.7
Eastern Europe	2,177.9	2,428.2	2,565.0	3,058.3	3,346.1	9.4
Former USSR	2,174.0	2,425.1	2,562.8	3,056.3	3,344.4	9.4
Others	3.9	3.1	2.2	2.0	1.7	-15.0
Western Europe	4,569.2	4,525.7	4,670.5	4,985.2	4,904.9	-1.6
Norway	2,833.4	2,713.9	2,696.0	2,702.8	2,978.8	2.6
United Kingdom	1,502.2	1,606.7	1,707.0	1,735.4	1,645.9	-5.2
Others	233.7	205.1	267.4	347.1	280.3	19.2
Middle East	14,553.7	15,597.9	15,147.0	16,016.5	15,390.6	-3.9
Iran	2,587.0	2,512.0	2,291.0	2,492.2	2,446.0	-1.9
Iraq	746.6	1,417.6	2,130.9	2,039.8	1,710.2	-16.2
Kuwait	1,134.2	1,190.9	948.2	1,230.7	1,214.1	1.3
Oman	852.4	842.6	801.5	905.0	917.0	1.3
Qatar	465.0	572.4	580.5	617.6	605.5	-2.0
Saudi Arabia	6,184.5	6,390.4	5,719.7	6,253.1	6,035.7	-3.5
Syrian Arab Republic	350.8	340.3	347.1	338.0	346.0	2.4
United Arab Emirates	1,949.0	2,039.0	1,919.0	1,814.9	1,786.7	-1.6
Others	284.2	293.3	319.2	325.3	329.3	1.2
Africa	5,035.2	5,226.1	4,863.0	5,172.4	5,261.5	1.7
Algeria	373.1	549.4	414.6	461.1	441.5	-4.2
Angola	664.3	698.1	699.3	668.9	660.2	1.3
Cameroon	107.8	120.8	107.2	107.9	111.7	3.5
Congo	224.1	239.2	256.2	249.8	250.0	0.1
Egypt	122.2	55.5	56.1	51.6	53.6	3.9
Gabon	351.3	336.1	314.4	308.2	315.0	2.2
SF Libyan AJ	1,115.2	1,161.0	991.7	1,005.0	987.6	-1.7
Nigeria	1,855.5	1,632.3	1,705.1	1,986.4	2,089.4	5.2
Others	221.3	234.2	318.3	333.5	352.4	5.7
Asia and Pacific	2,275.6	2,210.7	2,222.1	2,266.2	2,214.8	-2.3
Australia	206.5	216.7	205.3	203.6	356.3	-7.1
Brunei	146.8	146.3	168.4	171.9	176.2	2.5
China	400.4	312.9	143.2	209.3	164.7	-21.3
Indonesia	709.7	678.0	781.9	622.5	599.2	-3.7
Malaysia	373.3	401.7	395.5	380.2	397.6	4.6
Vietnam	218.2	246.0	500.9	286.9	303.2	5.7
Others	220.8	207.2	226.3	211.7	217.6	2.8
Total world	34,812.9	36,435.8	35,351.0	37,764.9	37,332.7	-1.1
OPEC	19,331.1	20,586.9	19,405.5	20,526.7	19,880.8	-3.1
OPEC percentage	55.5	56.5	54.9	54.4	53.3	

APÉNDICE D

Spot crude oil prices, 1992-2001 (\$/b)

	China		Malaysia		Australia		Colombia		USA		Russia
	Daqing	Topis	Miri	Gippsland	Cano Limon	WTI	ANS	Urals			
1992	19.01	20.77	20.47	20.21	18.56	20.58	18.16	18.10			
1993	17.54	18.85	18.64	17.66	16.56	18.45	16.37	15.39			
1994	15.59	17.14	17.01	16.10	16.05	17.19	15.73	15.19			
1995	17.59	18.29	18.23	17.33	17.58	18.42	17.18	16.62			
1996	20.81	22.01	21.98	21.03	21.62	22.20	20.53	20.11			
1997	19.33	20.92	20.99	19.85	19.27	20.56	18.93	18.28			
1998	12.34	13.81	13.93	13.33	12.69	14.36	12.50	11.78			
1999	17.76	18.90	18.30	18.50	17.95	19.30	17.77	17.24			
2000	28.74	29.74	29.50	29.40	28.57	30.37	28.40	26.58			
2001	24.78	25.44	0.00	25.22	22.82	26.00	23.34	22.97			
1999	Jan	18.69	12.43	12.43	11.89	10.91	12.41	10.63	10.85		
	Feb	10.50	11.37	11.37	11.04	10.56	11.96	10.39	9.43		
	Mar	12.29	13.61	13.57	13.13	13.12	14.64	13.05	11.76		
	Apr	15.48	16.24	16.09	15.71	15.73	17.25	15.56	14.15		
	May	16.55	16.73	16.60	16.38	15.73	17.83	15.96	14.23		
	Jun	16.53	17.03	17.01	16.48	15.67	17.87	15.81	14.76		
	Jul	18.44	19.65	19.60	19.05	18.33	20.08	18.15	18.60		
	Aug	19.54	21.72	21.72	21.44	20.05	21.20	20.01	19.77		
	Sep	22.03	23.88	23.88	23.61	23.09	24.04	23.13	21.96		
	Oct	22.56	23.64	23.62	23.43	21.89	22.73	21.88	21.33		
	Nov	23.92	24.76	24.06	24.57	24.34	24.99	23.65	24.17		
	Dec	24.14	25.30	25.30	24.86	25.63	26.21	24.66	25.44		
2000	Jan	24.35	25.46	25.44	25.18	26.54	27.15	25.61	24.83		
	Feb	26.53	27.56	27.59	27.23	28.51	29.44	27.72	27.52		
	Mar	27.44	28.52	28.53	28.00	28.88	29.85	27.96	25.60		
	Apr	24.25	25.37	25.17	24.84	24.01	25.81	23.86	21.20		
	May	26.40	28.66	28.67	28.29	26.97	28.78	27.08	26.35		
	Jun	31.36	30.47	30.47	30.11	30.68	31.93	29.68	27.39		
	Jul	30.48	30.88	30.83	30.40	28.91	30.19	28.07	24.75		
	Aug	30.37	31.87	31.82	31.32	29.06	31.04	29.10	27.00		
	Sep	33.34	34.57	34.51	34.10	31.95	34.05	32.44	30.30		
	Oct	31.91	32.58	31.65	32.61	31.14	33.00	31.54	28.04		
	Nov	30.97	32.73	na	32.75	32.70	34.65	33.05	31.23		
	Dec	24.92	27.75	na	27.58	23.13	28.39	24.17	24.06		
2001	Jan	24.12	26.16	na	25.85	26.53	29.42	24.40	24.40		
	Feb	27.98	27.99	na	27.91	26.42	29.48	26.03	24.78		
	Mar	na	26.90	na	26.90	23.59	27.27	24.84	21.72		
	Apr	na	27.84	na	27.59	23.12	27.37	25.60	23.60		
	May	na	28.94	na	28.74	24.59	28.60	26.75	26.46		
	Jun	na	28.29	na	28.09	25.43	27.67	25.78	25.60		
	Jul	na	26.11	na	25.02	23.58	26.53	24.58	23.08		
	Aug	na	25.70	na	25.00	24.49	27.41	24.40	24.46		
	Sep	na	26.00	na	25.83	23.58	26.40	23.45	25.05		
	Oct	na	21.68	na	21.42	19.04	22.20	19.61	19.80		
	Nov	na	19.94	na	19.67	15.59	19.49	17.32	17.83		
	Dec	na	19.43	na	19.25	17.21	19.40	16.89	18.37		

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

BIBLIOGRAFÍA

- Centro de Estudios Estratégicos Nacionales. *México 2010 Pensar y decidir la próxima década*. México. Ed. Noriega. 2000.
- Eichengreen Barry. *Globalizing capital: a history of the international monetary system*. Barcelona. Ed. Bosch. 2000.
- Chapoy Bonifaz Alma. *Hacia un nuevo sistema monetario internacional*. México. Ed. Porrúa. Colección Silva Herzog. 1998.
- Kolb Robert W. *Inversiones*. México. Ed. Limusa. 1993.
- Mansell Cartens Catherine. *Las nuevas finanzas en México*. México. Ed. Milenio. 1992.
- Zbigniew Kozikowski Zarska. *Finanzas internacionales*. México. Ed. Mc Graw Hill. 2000.
- Levenfeld Gustavo y Maza Sofia. *Matemáticas de las operaciones financieras y de la inversión*. Madrid. Ed. Mc Graw Hill. 1997.
- Estay Jaime, et al. *La globalización de la economía mundial*. México. Ed. Porrúa. 1999.
- Sassen koob Saskia. *La ciudad global*. Argentina. Ed. Eudeba. 1999.
- Correa Eugenia y Girón Alicia. *Globalidad, crisis y reforma monetaria*. México. Ed. Porrúa. Colección Silva Herzog. 1999.
- Vilaríño Sanz. *Turbulencias financieras*. Madrid. Ed. Pearson Educación. 2001.
- Organization for Economic Co –operation and Development. *Economic Integration: OECD economies, dynamic Asian economies and central and eastern European countries*. Paris. 1993.
- Albritton Robert. *Phases of capitalist development: boo, crisis and globalizations*. Hampshire. Ed. Palgrave. 2001.
- Kennes Walter. *Small developing countries and global markets: competing in the big league*. Great Britain. Ed Macmillain. 2000.
- Erquizio Espinal Alfredo. *Ciclos económicos, morfología, modelos y teorías*. México. Ed. Universidad de Sonora. 1995.
- Kindleberge Charles. *Manias, panics and crashes*. Buenos Aires. Ed. Espasa Calpe. 1993.

- Olds Kris, et al. *Globalization and the Asian Pacific*. London. Ed. Routledge. 1999.
- Mc. Lead Ross and Garnaut Ross. *East Asian in crisis*. New York. Ed. Routledge. 1998.
- Ariff Mohamed and Khalid Ahmed M. *Liberalization, growth and Asian financial crisis*. New York. Ed. Edward Elgar. 2000.
- Asian Development Bank. *Key indicators and developing Asian and Pacific countries*. Economics and Development Resource center. Vol. XXVIII. 1997.
- Banco Mundial. *El milagro de la Asia oriental*. Septiembre. 1993.
- Ramón Lascano Marcelo. *Claves del desarrollo asiático*. México. Ed. Macchi. 1997.
- Organization for Economic Co –operation and Development. *Financial Market Trends*. No. 83. November 2002.
- Organization for Economic Co –operation and Development. *Main Economic Indicators*. Vol. 2002/12. December 2002.
- Organization of the Petroleum Exporting Countries. *Annual Statistical Bulletin. 1999, 2000 and 2001*.

PÁGINAS ELECTRÓNICAS

- WWW.BLOMBERG.COM: Información y noticias financieras mundiales.
- WWW.DATASTREAM.COM: Información macroeconómica mundial.
- WWW.IMF.ORG: Página del Fondo Monetario Internacional.
- WWW.WORLDBANK.ORG: Página del Banco Mundial.
- WWW.OECD.ORG: Página de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico.
- WWW.ADB.ORG: Página del Banco Asiático de Desarrollo.
- WWW.BOT.OR.TH: Página del Banco Central de Tailandia.
- WWW.MOF.GO.TH: Página del Ministerio de Finanzas de Tailandia.
- WWW.OPEC.ORG: Página de la Organización de Países Exportadores de Petróleo.