

EFFECTO DRAGÓN: REPERCUSIONES EN LA POLÍTICA FINANCIERA Y EN EL MERCADO MEXICANO DE VALORES

Héctor R. Núñez Estrada

Profesor investigador del Departamento de Administración de la UAM-A

La interpretación de las causas y repercusiones del llamado efecto dragón se encuentra en etapa de elaboración, dado que estamos todavía en el filo de los acontecimientos y observamos que obedeció a situaciones de gran complejidad. Se genera en los países de la región asiática, cada uno con distinta problemática y condiciones de desarrollo diferente; en su etapa inicial se extiende hacia los países del área y, posteriormente, afecta en diverso grado los mercados financieros y la estructura productiva de América Latina y desde luego a México.

El Fondo Monetario Internacional ha elaborado su interpretación y diseñado los paquetes de ayuda y los consabidos programas de ajuste que también se aplicaron en nuestro país a raíz de la crisis de 1994-1995. El presente artículo tiene como propósito hacer una revisión crítica de esa visión y medir sus efectos en el mercado de valores en el caso de México, a efecto de que pueda inferirse el grado de riesgo en que nos encontramos y obtener algunas conclusiones del fenómeno estudiado.

De entrada podemos señalar que la acelerada apertura de los mercados financieros y la internacionalización del capital financiero como efectos de la globalización, han contribuido a la llamada crisis asiática y a la aplicación acrítica de las recetas que el FMI ensayó

en México en 1995 con los programas de ajuste que hemos padecido.

Antecedentes

Después de que estalló en México la primera crisis de la globalización con el llamado "efecto tequila", el FMI trabajó en el diseño de medidas para evitar las crisis financieras internacionales. Sin embargo, en julio de 1997 se volvieron a presentar, ahora en Tailandia, depreciaciones aceleradas del tipo de cambio y volatilidad del mercado de valores que, hacia octubre del mismo año, se extenderían a otros países de la región asiática.

Recordemos que en los últimos años la región del este asiático ha sido la de mayor crecimiento en el mundo, sin embargo a partir del surgimiento de la crisis y hasta mediados de noviembre de 1997, según datos de la revista *Fortune*: ...los mercados de acciones asiáticos han perdido colectivamente 400 mil millones de dólares en valor (*Fortune*, 1997). Como resultado de la caída de los mercados financieros y de la devaluación de sus monedas, la perspectiva de esos países es la reducción del ritmo de crecimiento, pues de tasas de alrededor del 8% en 1997, se pasará a tasas de 5% o menos para 1998.

Unos días antes del estallido financiero en el sureste asiático, Stanley Fischer, alto funcionario del FMI, presentó un documento titulado "Cómo evadir crisis financieras internacionales y el papel del Fondo Monetario Internacional", en el que planteaba:

Mientras que los beneficios a largo plazo de la liberalización financiera y la globalización no están en duda, el incremento del volumen y la volatilidad de los flujos de capital han expuesto vulnerabilidades en los países en desarrollo receptores que los han conducido a la mayor crisis financiera en los últimos tres años en México y Tailandia, con efectos contagiosos que ampliaron la crisis a otros países en América Latina y el Sureste de Asia respectivamente (Fischer, 1997).

En su documento el funcionario citado se preguntaba *qué puede hacerse para reducir la probabilidad de crisis futuras*. Para evadir crisis, recomienda que un país necesita sólidas políticas macroeconómicas que promueven crecimiento, mantengan baja inflación, pequeños déficit presupuestales y cuenta corriente sostenible; también se requiere un fuerte sistema financiero.

Fischer reconoce la dificultad que generan los flujos de capital de corto plazo que responden a altas tasas de interés domésticas y aunque considera que no hay una respuesta fácil a este problema considera que *...una estrecha política fiscal es la primer línea de defensa. Una segunda respuesta es incrementar la flexibilidad del tipo de cambio*. En el mismo sentido, recomienda que para fortalecer el sistema financiero es necesario mejorar la supervisión, tener reglas prudenciales, provisiones para malos préstamos, límites a los créditos, información financiera pública.

De acuerdo con Fischer, una de las muchas lecciones de la crisis mexicana de 1994-1995 fue que empeoró por la pobre calidad de la información financiera, por lo cual el FMI estableció en 1996 el *Special Data Dissemination Standard*. Sin embargo, desde mi punto de vista, al observar la virulencia con que se ha presentado la crisis financiera del sureste asiático, concluiríamos que tal sistema informativo no dio los resultados esperados. Podemos adelantar que las instituciones financieras desarrollarán mecanismos para evadir los más adelantados esquemas de supervisión, o bien, las autoridades de inspección y vigilancia no ejercerán estrictamente lo estipulado por la ley. Después de cada crisis siempre se ha concluido con lo mismo y la historia vuelve a repetirse.

A mi juicio, el papel del FMI ha sido cuestionado por

los acontecimientos y rebasado por la realidad, pues las crisis tienden a ser cada vez más generales, así que su función de estabilizar el sistema financiero internacional a través de la prevención y de medidas para mitigar las crisis no se ha logrado, además que sus programas de ajuste presentan altos costos sociales.

Unos días después de la crisis financiera de octubre de 1997 en algunos países de Asia, el director gerente del FMI, Michel Camdessus, expresaba: *En estos días de mercados globales y turbulencia de mercados, la discusión de la economía internacional [...] necesariamente gira sobre los efectos de la globalización* (Camdessus, 1997). Después de reconocer los supuestos beneficios de este proceso que se traducen en aumentos en la inversión, creación de empleos, fuerte crecimiento, amplio rango de oportunidades de inversión, altos retornos sobre los ahorros, mas eficiente asignación de recursos a escala mundial, reconoce que:

También hay aprehensión acerca de los muy serios riesgos asociados con la globalización. Realmente hoy los países son mas vulnerables a los cambios en las percepciones de mercado considerando su situación económica y política. Los cambios en las percepciones del mercado pueden disparar cambios masivos del capital que pueden precipitar la crisis del sector bancario y tener serios efectos de sobre extenderse en otras economías. Además, algunos países no están bien equipados para tomar ventaja de la expansión del comercio mundial y los flujos de capital [...] Los presentes desarrollos en el sureste de Asia muestran que estos riesgos son significantes. Pero podría ser un error concluir que son insuperables o que oscurecen los beneficios de la globalización.

Camdessus señala también que las dificultades en la región del sureste asiático se iniciaron en Tailandia, donde emergieron signos de problemas macroeconómicos, incluyendo la pérdida de la competitividad externa, lo cual muestra las debilidades de la economía, y agrega:

incluyendo un frágil y sobreexpuesto sistema financiero, un mercado de la propiedad inflado y altos niveles de préstamos de corto plazo para el sector privado. Finalmente, en ausencia de suficientes medidas de política la crisis estalla. La inquietud de los mercados se extiende a otros países de la región y, mas recientemente, a mercados financieros de cualquier lugar del mundo.

Desde mi punto de vista, y a pesar del discurso

triumfalista del FMI respecto a los resultados de sus políticas de ajuste, es incontrovertible que las medidas aplicadas presentan serias limitaciones de acuerdo con los resultados obtenidos: De ahí que en febrero pasado, en la conferencia anual de Bretton Woods, Camdessus diseñara los lineamientos de la nueva arquitectura financiera que estarían basados en siete pilares:

1. Transparencia y estandarización de las estadísticas económicas-financieras;
2. Supervisión regional [...] del desempeño de las economías nacionales;
3. Reglamentación para una supervisión y previsión de los sistemas financieros;
4. Reorganización jurídica de mecanismos de endeudamiento y bancarota a nivel mundial;
5. Avance ordenado en los procesos de liberalización financiera, fortaleciendo previamente los sistemas bancarios;
6. Lucha contra la corrupción y prácticas fraudulentas, y
7. Fortalecimiento de los organismos financieros internacionales (Lomas, E. 1998).

Obsérvese cómo se hace hincapié en acentuar la supervisión de los países y en modificar los esquemas de vigilancia de los sistemas financieros. Llama la atención el planteamiento de un avance ordenado en los procesos de liberalización financiera, dado que seguramente se reconocen realidades como la mexicana, cuya apertura abrupta significó emisiones de títulos en moneda extranjera que posteriormente no pudieron sustentarse. La lucha contra la corrupción y prácticas fraudulentas llegarían muy tarde, pues en el caso de México una revisión exhaustiva de la operación del FOBAPROA nos llevaría a descubrir múltiples irregularidades. Sin embargo, hay ausencias notables en el análisis realizado por el FMI, pues no se trata simplemente de establecer controles de administración financiera; el verdadero peligro que no se aborda, quizá por razones obvias, está en el *modus operandi* del capital financiero, ya que la globalización financiera le ha permitido moverse de país en país y de región en región en una función de saqueo de altos niveles de ganancia en los distintos mercados de valores, hundiendo a los países al huir hacia los nuevos paraísos que les permitirán, nuevamente, altas ganancias de tipo especulativo.

Por otra parte, Paul Krugman en una versión que considero más avanzada presentada en el documento "¿Qué pasó en Asia?", nos alerta acerca de las diversas predicciones que se habían elaborado, señalando que:

Lo que actualmente estamos viendo es algo mas comple-

jo y mas drástico: colapsos en los mercados de acciones domésticos, extensas fallas bancarias, bancarota de muchas firmas y que pareciera ser mucho mas severa la caída que la mas negativa predicción (Krugman, 1998).

Las condiciones económicas de los países asiáticos son desiguales; la vulnerabilidad de algunos fue mayor que otros al contagio de la crisis. Para Krugman es entendible que se extendiera hacia Malasia, Indonesia y Tailandia por sus vínculos directos y lo extenso de la competencia en productos de exportación, pero aclara que:

Corea del sur está muy lejos del sureste asiático –con menores vínculos económicos directos– y estructuralmente bastante diferentes, sin embargo agrega que: "en todos los países en problemas hubo un auge en el mercado de activos que precedió la crisis monetaria: los precios de acciones y de la tierra se elevaron, posteriormente se hundieron (aunque después de la crisis se hundieron aun mas).

El común denominador con relación a las compañías financieras y bancos fueron los préstamos a corto plazo, incluso en dólares, a inversionistas especulativos del mercado accionario y de bienes raíces. Incluso en el caso de Corea del Sur, Krugman destaca que los bancos tomaron deudas de corto plazo y prestaron para financiar inversiones muy especulativas a corporaciones altamente endeudadas. Obsérvese que Krugman sí destaca como una de las causas el funcionamiento operativo del capital especulativo.

La interpretación del FMI y sus seguidores plantea que la crisis se inicia por factores macroeconómicos, como el déficit fiscal, lo que puede ser puesto en duda frente a otros análisis que sitúan la causa en aspectos financieros, tal como lo plantea Krugman: ...*la historia de Asia es realmente sobre una burbuja y el consecuente colapso del valor de los activos en general, la crisis monetaria es mas un síntoma que una causa*. El proceso a través del cual se desarrolló la crisis asiática, tuvo de acuerdo con Krugman, los siguientes pasos.

- El problema se inicia con los intermediarios financieros, los cuales tienen un implícito apoyo gubernamental, desregulados y sujetos a severos problemas de daño moral.
- Los préstamos de riesgo excesivo crearon inflación de los precios de los activos.
- El sobreprecio de los activos se sostuvo en parte por un tipo de proceso circular, en el cual la proliferación de los préstamos riesgosos empujaban al alza

los precios de los activos, haciendo que la condición financiera de los intermediarios pareciera más sólida de lo que era.

- La burbuja estalla, el proceso circular se realiza en reversa: caen los precios de los activos y se hace visible la insolvencia de los intermediarios. Esta situación descrita por Krugman fue analizada en el caso mexicano por diversos autores en 1995 en un proceso similar cuando estalló la crisis bancaria y se llegó a la quiebra técnica de los bancos en el mes de febrero del mismo año (Núñez, 1995).

A juicio de Krugman, la circularidad descrita explica la severidad de la crisis y la aparente vulnerabilidad de las economías asiáticas y nos ayuda a entender el fenómeno de contagio entre economías con pocos vínculos económicos visibles, aunque aclara que, seguramente, ésta no es la historia completa de la crisis asiática ya que hay otros posibles aspectos, pero el daño moral y la burbuja de activos parecen tener un fuerte papel.

Preguntándonos acerca del resultado del proceso anteriormente descrito, es decir, quiénes resultaron beneficiados y quiénes no, consideramos que las pérdidas no han sido para todos; el capital financiero se ha retirado con ganancias de Asia y se ha dirigido a otros mercados, y temporalmente, a otro tipo de instrumentos de inversión. Al respecto, el analista León Opalin, fundamenta nuestro punto de vista, pues señalaba que:

la crisis asiática ha traído beneficios de corto plazo a diferentes países industrializados de Europa y a Estados Unidos, debido a que sus mercados de bonos se han convertido en el principal refugio de los capitales que huyen de las depreciadas monedas asiáticas y de los volátiles mercados de esa región (Opalin, 1998-1).

Lejos de considerar que el efecto dragón ha sido superado, muchos planteamos la hipótesis de que con la globalización nos encaminamos a crisis financieras cada vez más generalizadas, que ponen en duda no sólo las insuficientes medidas preventivas y de ajuste del FMI, sino el contenido del propio modelo económico. Al respecto de la crisis asiática, Opalin considera que:

La extensa gama de circunstancias que convergen en la crisis asiática dificultan la evaluación de su profundidad y su futura trayectoria en el tiempo y en el espacio y por

el momento no es previsible saber cuándo podría observarse el inicio de una recuperación, sobre todo si se tiene presente que la enorme carga financiera de varias naciones de la región, con vencimientos a corto plazo, ha creado una peligrosa incertidumbre hacia el futuro (Opalin, L. 1998,2).

Las lecciones de la crisis asiática deben ser estudiadas minuciosamente; como señalan múltiples analistas, los problemas que la originaron –al igual que la de México– ya estaban presentes con el surgimiento de la apertura comercial y financiera, amén de otros de tipo estructural, Benito Solís Mendoza recomienda extraer las siguientes enseñanzas para nuestro país:

1. Excesivos desequilibrios de la balanza externa terminan perjudicando al sector productivo de los distintos países. Además, su financiamiento por medio de mayor deuda externa tiene que ser finalmente pagada por alguien.
2. La expansión del crédito interno que es avalada por el gobierno, es una forma de disfrazar el aumento del gasto público [...]
3. La sobrevaluación del tipo de cambio termina perjudicando a los países, incluso a los asiáticos (Solís, 1998).

Algunos de estos factores vuelven a reactivarse en la economía mexicana; a lo largo del presente año tenderán a aumentar los desequilibrios de la balanza comercial, la deuda interna se incrementará al convertir el FOBAPROA en pasivos públicos y, aunque el peso se ha ido ajustando, se ha mantenido en sobrevaluación. De acuerdo a David Márquez Ayala:

A los tigres asiáticos, las economías emergentes más pujantes del mundo, les ha tocado ahora comprobar los fillos del sistema y la peligrosidad de la apertura financiera indiscriminada. La crisis que les han orquestado los capitales especulativos los han colocado en manos del FMI, el Banco Mundial y sus acreedores, y ahora habrán de tomar medidas amargas y dolorosas pero necesarias para 'reestructurar' sus economía al gusto del capital transnacional (Márquez, D. 1998).

México vivió plenamente esta experiencia en la crisis de 1995. Sin embargo, el "efecto dragón" también ha dejado secuelas en América Latina, el analista de la firma *ING Baring de Nueva York*, Arturo Porzecanski mencionaba entre otras: menores ingresos por concepto de exportaciones, caída en el precio de materias primas y menores flujos de capital, inversión

foránea directa y préstamos bancarios (Estévez, 1998). Paradójicamente, los mercados menos afectados han sido los de Europa y de Estados Unidos, muchos de los flujos salientes de Asia y América Latina encuentran inmediato refugio en otras alternativas de inversión en los países desarrollados, como los bonos del tesoro estadounidense.

De esta forma, por los resultados enunciados anteriormente, el FMI se ha convertido en el garante del capital financiero, pues, como señala Bernardo Jiménez:

Los que están ganando con la crisis asiática son los países que cuentan con exceso de recursos monetarios, ya que reciben una mayor tasa de interés de las economías emergentes que, a través del FMI, las obliga a mejorar la garantía de los préstamos otorgados. El FMI está funcionando como el organismo coercitivo con el que no contaban los ahorradores internacionales europeos, norteamericanos, árabes y japoneses (Jiménez, 1988).

Como una conclusión previa, podemos considerar que los modelos tradicionales de control financiero del FMI han resultado fallidos e insuficientes y que las crisis financieras tienen cada vez efectos más generales, por lo cual dicho organismo ha resultado incapaz para prevenirlas y enfrentarlas. En sus análisis deja de lado el papel de la hiperconcentración financiera que tiene un efecto determinante en el surgimiento de las mencionadas crisis al desarrollar gran especulación en los mercados bursátiles y cambiarios. Los resultados nos muestran fallas estructurales del modelo de desarrollo que se pretende imponer, ya que las crisis sistémicas tienden a generalizarse ante la obsolescencia de las estrategias del FMI.

No puede dejarse de lado que después de la crisis financiera se aplican los tradicionales programas de ajuste que afectan la estructura productiva y se entra de lleno a la suspensión de pagos, renegociación de créditos, quiebra masiva de empresas, venta de los activos bancarios e industriales al capital corporativo por debajo de su valor, entrega de los recursos del país para pagar los paquetes de ayuda y, finalmente, entrega del país. Los gobiernos nacionales se convierten en una especie de intendencia, quizá por eso la insistencia en revisar el concepto de soberanía a la luz de la globalización.

A pesar de todas las declaraciones, el desarrollo social en el marco de la globalización se vuelve una variable prescindible, ya no importa el crecimiento de la desocupación y la marginación que dejan fuera del

mercado a millones de personas como resultado de los elevados costos sociales, la agudización de los conflictos tiende a resolverse por la fuerza mientras intenta generarse un marco democrático que, supuestamente, es la clave de ingreso a las organizaciones comerciales mundiales.

El efecto dragón en México

Se ha puesto a nuestro país como el ejemplo a seguir para que los países asiáticos salgan de la crisis, sobre todo, de la supuesta efectividad del programa de ajuste que instrumenta el FMI. En una entrevista, Michel Camdessus dijo que:

el modelo mexicano es el mejor ejemplo de lo que puede ocurrir en los países asiáticos si aplican los programas necesarios para salir de la crisis...En México encontramos los medios y el dinero necesario para calmar a los mercados y poner a ese país en un sendero de crecimiento. Ahora se beneficia del crecimiento más alto de su historia. Lo que tratamos de hacer en Asia es reproducir ese modelo (Notimex, 1998).

Sin embargo, subsisten problemas derivados de la crisis mexicana de 1994-1995, como el crediticio, que se ha convertido en el talón de Aquiles de la reactivación y que de nuevo se ha agravado con el efecto dragón, debido, sustancialmente, al aumento de las tasas de interés. Al respecto, algunos analistas consideran que:

El sector más expuesto en el sistema financiero nacional ante una crisis como la ocurrida en Asia, sería la banca comercial, que aún no ejerce su función primordial de captación y préstamos, ya que las estrictas condiciones impuestas por las autoridades para otorgar créditos y su elevada cartera vencida por 138 mil millones de pesos la mantienen inestable (Vanegas, Sandoval, Jiménez, 1998).

De acuerdo con datos del Banco de México, el financiamiento interno total que ha otorgado la banca comercial a empresas, particulares e intermediarios financieros no bancarios se había contraído en términos reales en -27.5% durante el periodo julio de 1996 a julio de 1997. Los datos anteriores muestran que los problemas para la reactivación crediticia continuaban y continuarán con el efecto dragón, y llevan a pensar que el sistema financiero no está cumpliendo su fun-

ción de financiamiento del desarrollo, y que no lo podrá hacer antes del año 2000.

Al respecto, el Banco de México esboza algunas de las causas que provocaron la contracción crediticia:

a) el nivel de endeudamiento de un número significativo de personas y empresas es todavía elevado, lo cual ha limitado su capacidad para asumir compromisos crediticios adicionales; b) el bajo nivel de salario real, a pesar de algunas recuperaciones en 1997; y c) las tasas activas de la banca del país continúan siendo altas, a pesar de que han venido disminuyendo. A estas razones debe agregarse que la abundante liquidez existente en los mercados financieros internacionales, combinada con el elevado nivel de las tasas activas, han generado incentivos para que múltiples empresas, sobre todo grandes y medianas, contraten deuda en el exterior (Banco de México, 1997).

Obsérvese cómo la no reactivación crediticia en México, en fechas previas a la crisis de los países del sureste asiático, provocó la dependencia del crédito externo para el crecimiento de la economía mexicana, con todos los riesgos para los usuarios de ese tipo de crédito ante la devaluación del peso de octubre de 1997. El peso continuaría deslizándose en el primer bimestre de 1998, pues se repitió el crecimiento del endeudamiento externo de las empresas, situación que agravó la crisis iniciada en 1994.

La advertencia fue hecha por la *Standard and Poor's*, según comenta el columnista Samuel García acerca de *la peligrosa acumulación de deuda externa de corto plazo por parte del sector privado mexicano, que podría alcanzar los 37 mil millones de dólares* (García, 1997). Estos hechos niegan los propósitos establecidos en el PRONAFIDE(1997-2000), de basar el crecimiento en el ahorro interno.

Adicionalmente, el aumento de las tasas de interés como respuesta a la inestabilidad financiera de fines de octubre de 1997 –entre 3.6 y 5.5 puntos– como medida para retener los capitales, afectaron a los deudores y contraerán más los niveles crediticios, y por tanto, reducen las perspectivas de recuperación.

Al respecto Jorge Marín Santillán, presidente de la CONCAMIN consideró que el sistema financiero ... *constituye uno de los puntos más débiles de la economía y todavía no ha podido recuperarse de las crisis que lo llevó a niveles de cartera vencida [...] aun no están dadas las condiciones para decir que el financiamiento está fluyendo* (Salgado, Rodríguez, 1998).

Tanto el secretario de Hacienda como el goberna-

dor del Banco de México recomendaban a los banqueros en torno a una eventual expansión del crédito que *procedan con prudencia y cautela en la asunción de riesgos de crédito y de mercado, tomando en cuenta la volatilidad y difícil coyuntura por la que atraviesa la economía global* (Salgado, Howard, 1998).

La baja en los precios del petróleo fue producto de una nueva fase del efecto dragón, debido a la reducción de los ritmos de crecimiento provocados en la economía de los países asiáticos y su influencia en la economía mundial. En el caso de México tuvieron que ajustarse los pronósticos y establecer nuevas perspectivas más acordes con los cambios, además de llevar a recortes del gasto público, aún cuando la caída de los precios se detenga por la reducción de la oferta derivada de acuerdos de países petroleros, porque en última instancia los ingresos de divisas finalmente también se reducirán.

Se iniciaba la segunda fase del efecto dragón, que sigue afectando el sistema financiero y se ha trasladado a la estructura productiva al provocar la citada reducción de los precios del petróleo debido al desaceleramiento de la economía mundial. El analista Herminio Rebollo reseñaba lo que denominó como “vuelco en expectativas económicas”, expresaba que:

Hoy los expertos indican que por el menor crecimiento de la economía en el mundo –sobre todo en EU–, así como por la agresividad de los asiáticos con sus monedas ya devaluadas, más la caída en el precio del petróleo, el déficit en cuenta corriente podría acercarse a los 15 mil millones de dólares, lejos de los diez mil 800 aprobados en la estrategia oficial de diciembre (Rebollo, 1998).

El mismo presidente Zedillo ha señalado que *se avizora una competencia más difícil en los mercados internacionales durante los próximos meses a las mercancías mexicanas, debido a la débil situación económica mundial* (Gómez, 1998).

En el mismo sentido se pronunció el presidente de la Asociación Nacional de Importadores y Exportadores de la República Mexicana, al exponer que *la devaluación que han experimentado las monedas de la región Asiática fortalecerá su competitividad y sus productos entrarán con mayor facilidad a los mercados en los que México compite, especialmente Estados Unidos* (González, 1998-2). Pese a que el modelo neoliberal ha demostrado su ineffectividad para lograr un desarrollo sostenido y una distribución del ingreso menos desigual, los representantes de diversos grupos empresariales no consideran ni siquiera necesario dis-

cutir alternativas, mucho menos realizar reformas, sino más bien seguir adelante con la llamada segunda generación de reformas diseñadas por el FMI. Por ejemplo, Eduardo Bours, del Consejo Coordinador Empresarial, declaró que *el gobierno debe mantener el esquema de privatizaciones, sobre todo de petroquímica, para allegarse de recursos que compensen la pérdida de ingresos y continuar con el camino de liberalización de la economía* (Rodríguez, 1998).

El escenario que se fue construyendo era de una política monetaria restrictiva por parte del Banco de México, con lo cual se ha presionado al alza las tasas de interés que pueden atraer recursos externos de corto plazo, frenar el crecimiento y, por lo tanto, reducir las importaciones, lo que se complementaría con mayores deslizamientos del tipo de cambio tendiendo a ajustarse a su valor teórico, después de alcanzar una sobrevaluación de alrededor del 14% hasta septiembre de 1997, por la entrada masiva de capital en cartera. A este respecto, de no corregirse oportunamente existiría peligro de acuerdo a analistas del Grupo Santander

el riesgo radica en la posibilidad de que el peso se fortalezca excesivamente y que eso coloque al país de nueva cuenta en una situación muy vulnerable, más considerando la posibilidad de que se produzcan choques externos adicionales en la primera mitad del año (Salgado, 1998).

Inversión extranjera en cartera

En cuanto al ingreso masivo de capital en cartera, se empezó a generar la burbuja especulativa que tiene diversas interpretaciones según quién las haga; para las autoridades financieras y cúpulas empresariales es signo de confianza en el país. Desde mi punto de vista, es el preludio de una nueva crisis y tiende a distorsionar el valor real del tipo de cambio, que tarde o temprano se ha debido a ajustar a su valor teórico. Seguramente las autoridades financieras no fueron ajenas a este fenómeno ya que no se observaron medidas de fondo para su control. La política de regulación de dólares por parte del Banco de México, de hecho quedó rebasada por los acontecimientos de fines de octubre. Los efectos provocados, además de la citada sobrevaluación del tipo de cambio, fueron la sobrevaluación del precio de las acciones en la bolsa y altos intereses reales en el mercado de dinero.

La entrada de capital externo destinada a fines

especulativos durante los primeros nueve meses de 1997, fue en ascenso. Si analizamos el ingreso de capital a la bolsa de valores durante ese periodo, encontramos un foco rojo, pues habían ingresado al mercado de capitales la cantidad de 22,407 mdd. es decir, un incremento del 72.3% con respecto a diciembre de 1996, como podemos verlo en el cuadro 1.

CUADRO 1
Inversión extranjera en el mercado de capitales
millones de dólares

Periodo	Inversión	Variación	
		Absoluta	%
Dic. 1996	30,978		
Sep. 1997	53,385	22,407	72.3
Oct.	43,331	-10,054	-18.8
Nov.	47,409	4,078	9.4
Dic.	48,967	1,558	3.2
Ene. 1998	43,751	5,216	-10.6
Feb.	44,758	1,007	2.3
Sep. 1997-Feb. 1998		-8,627	-16.1

Fuentes: Elaborado con datos del Anuario Bursatil e Indicadores Bursátiles. BMV.

Se observa también la volatilidad inducida por el efecto dragón, pues en octubre de 1997, el mes de la caída de los mercados asiáticos, la inversión extranjera cayó en 18.8%; en enero de 1998 se sufrió nuevamente una reducción del 10.6% y durante todo el periodo de septiembre 1997 a febrero de 1998 hubo una disminución del 16.1% de la inversión extranjera en el mercado de capitales.

La inversión extranjera en el mercado de dinero no ha vuelto a alcanzar la magnitud que tuvo en diciembre de 1994, que con el "episodio" de los tesobonos llegó en ese entonces a alrededor de 17 mil mdd. Sin embargo, aunque cuantitativamente no tiene la magnitud del mercado de capitales, también ha resentido los embates del efecto dragón, tal como lo podemos observar en el cuadro 2.

Este mercado ha manifestado volatilidad, con una reducción del 22.7% en el mes de octubre de 1997, una disminución en enero de 1998 de 7% y, para el periodo septiembre-febrero, de -16.8%. Para tener una referencia del volumen de dólares que ingresaron y su relación con las divisas detenidas por el Banco de México para hacer frente a una salida abrupta de

CUADRO 2
Inversión extranjera en el mercado de dinero
valores gubernamentales
millones de dólares

Periodo	Inversión	Variación	
		Absoluta	%
Dic. 1996	3,394		
Sep. 1997	3,999	605	17.8
Oct.	3,090	-909	-22.7
Nov.	2,847	-243	-7.8
Dic.	3,320	473	16.6
Ene. 1998	3,087	-233	-7.0
Feb.	3,326	239	7.7
Sep. 1997-Feb. 1998		-673	-16.8

Fuente: Anuario Bursátil e indicadores Bursátiles. BMV.

capitales externos, tenemos que el total de inversión extranjera en cartera en el mercado de dinero y capitales hasta fines del mes de julio de 1997 fue de 53,394 mdd., cantidad que supera los 21,730 mdd., que el Banco de México reportó como saldo de las reservas internacionales netas al 30 de junio de 1997, y al valor de los activos internacionales netos que para la misma fecha alcanzó 14,254 mdd., (Banco de México, 1997), por lo que estas magnitudes resultarían insuficientes en una retirada masiva del capital extranjero especulativo.

Obsérvese que la inversión en cartera en el mercado de valores supera la previsión de inversión extranjera directa para 1998, pues el secretario de Comercio estimó que se captarán alrededor de 11 mil millones de dólares de capitales externos (González, 1998). Para el capital externo la incertidumbre continúa, sobre todo por la tendencia a la reducción de los precios del petróleo. El acuerdo entre diversos países petroleros, entre ellos México, para reducir la oferta y tratar de estabilizar los precios, ha conducido al segundo ajuste presupuestal del año. Esta situación de reducción de los flujos externos era previsible desde principios de 1998, pues a fines de enero señalaba la periodista Leonor Flores que:

El cumulo de expectativas positivas para los mercados financieros que se estimaban para inicios de 1998 se ha visto afectado por diversos factores a nivel interno y externo, por lo que la inversión foránea no está fluyendo

en la bolsa de valores a la velocidad esperada". (Flores, 1998)

Comportamiento del mercado de capitales

El fenómeno anterior de crecimiento de la inversión extranjera en cartera se reflejó en los indicadores del mercado de capitales, pues en diciembre de 1996 el Índice de Precios y Cotizaciones alcanzó 3,361 puntos, mientras que para el martes 21 de octubre de 1997 llegó a 5,369 puntos, lo que representó un incremento en términos reales, descontando la inflación de alrededor del 45.7%, lo cual difícilmente podría obtenerse en negocios productivos. Los títulos se sobrevaloraron peligrosamente, si tomamos como referencia el indicador de precio de mercado/valor en libros, que indica a cómo se compra cada peso de activos reales, encontramos que al 30 de septiembre de 1997, dicha relación promedio de la bolsa fue de 2.54, es decir, la mencionada sobrevaluación era más del doble.

En el caso de las empresas más sobrevaloradas, por ejemplo, para la fecha del 21 de octubre, previa al inicio de la caída, la relación precio/valor en libros era la siguiente: en el caso de Kimber cada peso de activos reales costaría 6 pesos, la de Cifra B 6.58, la de Gvideo 5.22, la de Visa en 3.71, Elektra 4.85 y GCarso costaría 4.98. Ante esta situación excesiva, en un ajuste a la baja, los precios de mercado de las acciones tenderían a ajustarse a su valor en libros, la proporción se acercaría a la unidad o pudiera situarse por abajo de la misma ante la salida masiva de capitales de la bolsa.

La caída de la bolsa mexicana se inició desde el miércoles 22 y continuó hasta el llamado "lunes negro", y acumuló en ese periodo una pérdida de alrededor de 20.5%. Si consideramos que el valor del mercado accionario fue el equivalente a 164.5 miles de millones de dólares, la pérdida sufrida en esos días por la Bolsa ascendió a un equivalente de alrededor de 33.7 miles de mdd. Esta magnitud, de no haberse dado la reactivación inmediata del martes 28, seguramente habría empujado desde esa fecha el tipo de cambio arriba de los 9 pesos por dólar.

El efecto dragón provocó también que el valor de capitalización en dólares del mercado accionario se haya reducido, tanto como resultado de la baja de precios de las acciones, como por el deslizamiento cambiario, tal como podemos observarlo en el cuadro 3

La reducción en el valor del mercado accionario en el periodo septiembre-febrero, fue del 18.2%. El Índice

CUADRO 3
Valor de capitalización del mercado accionario
Miles de millones de dólares

Periodo	Valor de capitalización
Sep. 97	164
Oct.	139
Dic.	156
Feb. 1998	134

Fuente: Indicadores Bursátiles, BMV.

de Precios y Cotizaciones manifestó también el efecto de la volatilidad, tal como lo observamos en el siguiente cuadro:

CUADRO 4
Índice de precios y cotizaciones

Periodo	Valor del índice	Variación %
Dic. 1996	3,361	
Sep. 1997	5,321	58.3
Oct.	4,647	-12.6
Nov.	4,974	7.0
Dic.	5,229	5.1
Ene. 1998	4,569	-12.6
Feb.	4,784	4.7
Mzo. (24)	5,004	4.5

Fuente: Indicadores Bursátiles, BMV.

Las reducciones se presentaron en los meses de octubre de 1997 y enero de 1998, alcanzando el 12.6%. El efecto dragón vino a romper una tendencia marcadamente alcista; obsérvese cómo, de diciembre de 1996 a septiembre de 1997, el Índice de Precios y Cotizaciones había tenido un incremento de 58.6%, y para el 24 de marzo la incertidumbre no permitió alcanzar el nivel existente al estallar la crisis.

Tipo de cambio

Como ya se mencionó, la sobrevaluación del tipo de cambio derivada de la entrada masiva de capital extranjero de corto plazo, se había constituido en un foco de alerta del sistema financiero. Teóricamente, el tipo de cambio con el dólar se determina por los diferenciales de inflación entre Estados Unidos y México; en este sentido, su valor teórico para fines de septiembre

de 1997 fue de 8.83 pesos por dólar, mientras que la cotización de mercado para la misma fecha fue de \$7.78, lo que representó una sobrevaluación de 13.54%. La caída del lunes 27 de octubre simplemente tendió a ajustar al peso a su valor real, dado que se incrementó la demanda de dólares. La política de corto instrumentada por el banco de México ha tenido por objeto reducir el deslizamiento del tipo de cambio. Sin embargo, desde septiembre de 1997 en que el tipo de cambio fue de 7.78, hasta el 24 de marzo de 1998 que había alcanzado 8.65, representa una variación de 11.2% en el periodo mencionado. Sin embargo, según estimaciones el valor teórico para el fin de febrero era de 9.34, frente al valor real de 8.50, por lo cual el peso se mantuvo en una sobrevaluación del 8.29% (Vane-gas, 1998).

Conclusiones

A pesar de la profunda crisis financiera y productiva de 1994-1995, en el sistema financiero rápidamente se reprodujeron condiciones que nos vuelven vulnerables, semejantes a los factores que estuvieron presentes en los países asiáticos, tales como el reinicio de la configuración de una burbuja especulativa en el mercado accionario, provocada por un acelerado ingreso de capital externo; también un fuerte endeudamiento de las empresas en el extranjero y la sobrevaluación del tipo de cambio.

El *modus operandi* del capital financiero especulativo de corto plazo —no nos referimos a la inversión extranjera directa— y su consecuente desencadenamiento de las crisis debe llevarnos a la reflexión y al debate sobre las acciones a tomar, pues existen posiciones que van desde la del secretario de Hacienda, Ángel Gurría, que declara que es *peligroso e inútil imponer candados al capital extranjero*, hasta las de gobierno chileno que utiliza mecanismos de control dependiendo del plazo de permanencia del capital. Considero que no podemos esperar que las supuestas fuerzas libres del mercado financiero gobernado por unos cuantos grandes consorcios corporativos nos vuelvan a hundir como nación; en ese sentido sugiero, que el Congreso de la Unión realice un debate sobre los movimientos especulativos del capital y sus efectos desestabilizadores en la sociedad mexicana y, de ser necesario, que se le impongan mecanismos de control.

Las propuestas del FMI y de las autoridades financieras mexicanas para fortalecer los mecanismos de supervisión y de regulación no son nuevas; de hecho,



después de cada crisis se han planteado e introducido reformas a la legislación de los mercados financieros. De acuerdo con esa tendencia, las instituciones financieras buscarán evadir las medidas de control a fin de obtener ganancias extraordinarias y, en caso de registrar pérdidas, que las absorba la sociedad, como el caso actual de FOBAPROA

Es necesario abandonar los modelos ideologizados impuestos por el FMI, con sus mecanismos de prevención y rescate inoperantes y de alto costo social. Asimismo, que a través de una gran participación iniciemos un proceso de diagnóstico reflexivo y crítico de los resultados del modelo neoliberal y comencemos a diseñar uno alternativo, en donde el eje del funcionamiento deje de ser el capital financiero y el hombre vuelva a ocupar el papel central.

Fuentes Bibliográficas

Núñez H. et al. Cien días de Gobierno Zedillista Ed. PAC (1995).

Publicaciones Periódicas

- Estévez, Dolia (1998), "Disminuyen los flujos de capital hacia AL: FMI", *El Financiero*, 14 de enero.
- Flores, Leonor (1998), "Frena el 'Dragón' flujos de inversión foránea en bolsa", *El Financiero*, 27 de enero.
- García, Samuel (1997), "La ley de los capitales", *Reforma*, 28 de octubre, p. 6.
- Gómez, Francisco (1998), "Se complica el panorama para los exportadores", *El Financiero*, 27 de enero.
- González, Lourdes (1998-1), "Ascenderá a 11 mil mdp la captación de inversión extranjera", *El Financiero*, 23 de enero.
- González, Lourdes (1998-2), "Desequilibrio comercial por el efecto Dragón", *El Financiero*, 23 de enero.
- Jiménez, Bernardo (1988), "El 'efecto dragón' influyó mínimamente en

los mercados financieros de Europa y Estados Unidos", *El Financiero*, 14 de enero.

- Lomas, Emilio (1998), "La nueva arquitectura financiera", *La Jornada*, 2 de marzo.
- Márquez, David (1998), "Reporte Económico", *La Jornada*, 5 de enero.
- Notimex (1998), "México, ejemplo para Tailandia, Corea e Indonesia: Camdessus", *El Financiero*, 23 de enero.
- Opalin, León (1998-1), "Perspectivas económicas", *El Financiero*, 26 de enero.
- Opalin, León (1998-2), "¿Terminó el milagro asiático?", *El Financiero*, 2 de marzo.
- Rebollo, Herminio (1998), "Mesa de Negocios", *El Financiero*, 26 de enero.
- Rodríguez, Leticia (1998), "Innecesario, alterar el modelo, pese a los focos de alerta: CEEESP".
- Salgado, Alicia (1998), "Peso fuerte y mayor déficit comercial, peligrosa mezcla, advierten analistas", *El Financiero*, 26 de enero.
- Salgado, Alicia y Georgina Howard (1998), "Prudencia en la toma de riesgos piden Ortiz y Gurría a banqueros", *El Financiero*, 22 de enero.
- Salgado, Alicia, Rodríguez Leticia (1998), "No fluye aún el financiamiento bancario al sector productivo", *El Financiero*, 13 de febrero.
- Solís, Benito (1998), "Lecciones de la crisis Asiática", *El Financiero*, 3 de febrero.
- Vanegas, R. Sandoval, A. Jiménez, B. (1998), "Análisis económico", *El Financiero*, 7 de febrero.
- Vanegas, Rodrigo (1998), "Suben los rendimientos a 6.73 por ciento en la operaciones con futuros del peso", *El Financiero*, 25 de marzo.

Otras Fuentes

- Banco de México (1997), *Informe sobre la política monetaria*, México, Banco de México.
- Camdessus, Michel (1997), "The Asian Financial Crisis and the Opportunities of Globalization". At the Second Committee of the United Nations General Assembly, New York, octubre 31.
- Fischer, Stanley (1997), "How to Avoid International Financial Crises and the Role of the International Monetary Fund", Remarks prepared for delivery to the 15th Annual Cato Institute Monetary Conference, octubre 14, Washington DC.
- Krugman, Paul (1998), "What Happened to Asia?" (1997), "Where Asia Goes From Here", *Fortune*, noviembre 24.