



UNIVERSIDAD MICHOACANA DE  
SAN NICOLÁS DE HIDALGO



---

FACULTAD DE CONTADURÍA Y  
CIENCIAS ADMINISTRATIVAS

TESIS

LOS MERCADOS EMERGENTES COMO UNA  
OPCIÓN ALTAMENTE VALORABLE DE INVERSIÓN

PARA OBTENER EL TÍTULO DE  
CONTADOR PÚBLICO

PRESENTA:

ISMAEL MARTÍNEZ CORONA

ASESOR:

M.A. HUGO ALEJANDRO MIER SCHMIDT

MORELIA, MICHOACÁN DICIEMBRE DE 2006



## AGRADECIMIENTOS

Quiero manifestar mi excelso y profundo agradecimiento a la Universidad Michoacana de San Nicolás de Hidalgo por ser la institución que nos brinda la oportunidad de introducir y orientarnos al conocimiento y estudio de esta Carrera Profesional, así como a quienes contribuyeron en la realización de la presente investigación.

Agradezco de manera muy especial al C.P. Hugo Alejandro Mier Schmidt que con su acertada incursión y su calidad profesional ha dado la orientación adecuada en la elaboración y presentación de esta Tesis.

DEDICACIÓN Y APRECIO PARA:

Quienes ocupan un lugar muy especial en mi vida...



INDICE →

	Página
Agradecimientos	
Exposición de Motivos	1
1. Presentación General del Tema	2
1.1 Tema Elegido	3
1.2 Línea de Investigación	4
2 Problema de la Investigación	5
2.1 Tipo de Investigación	6
2.2 Marco Teórico de la Investigación	6
Generalidades	7
2.2.1 Aspecto histórico	11
Introducción	11
Burbuja Financiera y Crisis Bancaria en Japón	19
La Crisis Bancaria	27
La Crisis del Peso Mexicano	33
Antecedentes de la Crisis	34
La apreciación real del tipo de cambio pasaba su factura	38



El camino hacia la crisis	39
El contagio a Argentina	44
La Crisis Financiera Asiática	49
Una crisis no anticipada	52
Calificaciones y Agencias	53
Un largo periodo de fuerte crecimiento	60
Endeudamiento y alto apalancamiento	
de las empresas	67
Debilidad del sistema de regulación y supervisión	68
Factores negativos previos a la crisis	69
La Crisis Bancaria de Tailandia	71
Transmisión de la crisis	75
Repercusiones sobre América Latina	76
Influencia de la crisis Asiática sobre las Bolsas	
en Estados Unidos	79
El Cambio de Paradigma	80
La Moratoria Rusa (La Devaluación y la Moratoria)	81
Antecedentes próximos	84
La crisis bancaria	88
El episodio del Long – Term Capital Management	91
Los Hedge Funds	94



La devaluación del real brasileño (El plan real)	103
Saneamiento del sector financiero	106
Altos tipos de interés	108
Finanzas públicas	109
Crisis del real	111
La burbuja tecnológica	113
Los valores tecnológicos	118
Creación y operación del sistema de blindaje financiero	123
2.2.2 Aspecto Social	126
2.2.3 Aspecto Económico	134
Los competidores en los mercados emergentes	141
Las características de los mercados emergentes	142
Otras economías de las que apenas se habla	145
Las corrientes de capital acicatean la economía	147
Las pequeñas economías y los mercados potencialmente inestables	150
Equilibrio de riesgos y oportunidades	152
Imperativos políticos y económicos	154



3. Hipótesis de la Investigación	163
3.1 Tipo de Hipótesis planteada	163
3.2 Los Indicadores de la Investigación	164
3.2.1 Entorno Económico	
3.2.2 Intercambio Comercial	
3.2.3 Fluctuación de Capitales	
3.2.4 Riesgo de Mercado	
3.2.5 Atractivo Económico	
4 Tesis Propuesta	165
4.1 Entorno Económico	165
Análisis particularizado de las principales economías emergentes	166
México	166
El impacto de la tercera ola en México	171
Un poco más a fondo la vista al panorama mexicano	173
China	190
India	194
Países Musulmanes	197
Indonesia	200
Malasia	201





Irán	202
Pakistán	203
Países de la Unión Europea	204
Nigeria	207
Sudáfrica	208
Análisis genérico de estas economías emergentes	209
Permitir que todos compitan	211
Mensajes específicos que los líderes Gubernamentales han de considerar	212
Fijando metas	219
Un entorno favorable	220
Algunos comentarios sobre los resultados de índice de confianza de mercados emergentes	230
Intolerancia a la deuda en mercados emergentes	239
4.2 Intercambio Comercial	242
La proyección de México en el mundo como representante de los emergentes en los intercambios comerciales	243
El enfoque hacia el resto del bloque de economías emergentes	257



4.3	Fluctuación de Capitales	258
	Los Fondos de renta variable emergente golpean fuerte	266
	Política macroeconómica en economías emergentes	267
	Regímenes cambiarios	270
	Temor a la inflación y flotación	273
	Política fiscal	274
4.4	Riesgo de Mercado	280
	Cambios en el ámbito financiero	285
	Los riesgos económicos	288
	Tipos de riesgo	291
	La medición de los riesgos y cuestiones conexas	302
	La complejidad como objetivo	305
4.5	Atractivo Económico	308
	Rentabilidad de mercados emergentes	308
5	Proceso de la Investigación	313
5.1	Captura de la información	314
5.2	Muestra de la Investigación	314
5.3	Muestreo de la Investigación	317
5.4	Los Experimentos de la Investigación	318



5.4.1	Documentos	319
5.4.2	Entrevista	319
5.4.3	Cuestionarios	319
5.4.4	Sondeo de opinión	319
5.4.5	Escala de actitudes	320
5.4.6	Observación	320
6	Resultados	321
7	Conclusiones	330
	Anexos	329
	Anexo Número Uno	329
	Elaboración y Aplicación de los instrumentos de la investigación	
	Anexo Número Dos Procesamiento de los resultados.	392
	Glosario de Términos	402



## EXPOSICION DE MOTIVOS.

El presente trabajo de investigación es realizado a través de un proceso; en el cual se aplicarán distintas técnicas, las cuales establecerán la relación de dos o más ideas entre sí de tipo diferente y, teniendo como base para su elaboración el método científico.

El objetivo primordial para llevar a cabo la presente Tesis es obtener el Título de Contador Público, visto desde la fina perspectiva que los profesionistas tengamos un conocimiento más consolidado de cómo debe iniciar, desarrollar y presentarse un trabajo investigación; de tal forma que como su nombre lo refiere al llamarnos universitarios, sea por el hecho de que contamos con conocimientos que pueden determinarse como universales.

Como objetivo secundario, se tiene a aquel de aspecto personal y profesional; dicho objetivo comprende, la obtención de conocimientos sobre el desarrollo de una investigación a través de un método de estudio y su aplicación práctica, puesto que hemos previsto, que de acuerdo con los resultados que obtenga de la citada investigación, se fortalezcan las bases del conocimiento, se contribuya al crecimiento y desarrollo profesional en el campo de nuestro entorno de estudio.



## 1. PRESENTACIÓN GENERAL DEL TEMA.

En nuestro tiempo se torna imprescindible mantenerse pendiente de los acontecimientos que suceden en nuestro mundo, denominado ahora como aldea global; dados los cambios que se han sentido por el avance y desarrollo de nuestra era; por tanto, resulta importantísimo no sólo ser espectadores de estos sucesos, sino tener participación más directa en ellos, además que tales cambios afectan no sólo a nuestro entorno, sino que tienen repercusión en otras naciones ya sea directa o indirectamente.

Ante este gran reto de desarrollo y constante transformación, la competitividad enlaza los factores de permanencia en el orbe, orientado a proyectos que tengan lugar en el corto y largo plazo, siendo, éste último modelo propositivo, lo que podrá establecer en un sentido determinado el logro de la trascendencia y consolidación de este país... México.

Es de vital importancia que el individualismo que caracteriza a esta nación, se confronte así misma en su cultura e idiosincrasia para que sólo a través de acuerdos y consensos lo lleve a desarrollar el potencial que posee.

Es importante también, que el profesional en el campo de las Ciencias Económico Administrativas, contribuya de manera determinante a este desarrollo, así entonces, es menester que de la misma forma, se efectúen investigaciones que aporten fehacientemente a este respecto; y se tenga una perspectiva de crecimiento más sustentable con la vista hacia el futuro.



## 1.1 TEMA ELEGIDO.

Ante la débil coyuntura económico-global y la pérdida de competitividad como país, se hace entrever que México tiene aún deficiencias en el orden interno que no le permiten enfrentar con mayor determinación los ciclos económicos externos.

La temática base de esta investigación refiere al análisis de los fenómenos económicos de inversión, a los que nuestra atención ha de orientarse por el hecho de tratarse de aspectos y eventos de importancia con naturaleza afín a nuestro campo de acción, dado que en nuestros días, la información más sustentable para las empresas y sus negocios ha de ser a tal grado de constante fluidez, objetiva y oportuna con característica de visionaria y que así misma de la pauta en la toma de decisiones. De tal forma que la Profesión Contable dentro de la rama Financiera en su enfoque económico, ha de proveer como herramienta de decisión, las mejores propuestas o alternativas para coexistir en el ámbito de los negocios y en las economías internacionales.

El mundo de los negocios ha sufrido cambios significativos, todo ello derivado de factores importantes como el libre mercado, la tecnología y la globalización, siendo esta última la que ha repercutido de manera significativa a convertir nuestro mundo con la perspectiva de un orden global. Los profesionales con una visión más aguda en este sentido no pueden quedarse a la expectativa, ya que el mismo sector social, gubernamental y empresarial los requiere para su integridad, haciéndose por ende participes de estos cambios.



Es necesario que la falta de competitividad y el atraso económico de los países en desarrollo sean observados con mucha atención y con la mejor de las intenciones por su gente y se logre su fortalecimiento con la unificación e identidad de pertenencia lo cual les permitirá surgir y mostrar su verdadero potencial.

## 1.2 LÍNEA DE INVESTIGACIÓN.

El ámbito económico se hace interesante cada vez que se analiza a profundidad y con sentido minucioso su característica de universalidad, permite que sea del conocimiento y aplicación general en el medio, haciendo el papel de segmentador y patrón de trascendencia en las olas de cambio de la humanidad.

Este extenso campo puede ser visto con sus variantes y con enfoques distintos puesto que su dinamismo resulta eventual y consistente a la vez, y por ello, nuestra meta hacia su mejor entendimiento consistirá en la identificación de un sector que refiere al comportamiento de los mercados económicos a nivel internacional, sin perder la atención desde la posición geográfica en que nos encontramos hoy día.

En este orden de ideas, llevaremos al estudio y a su análisis el comportamiento e implicaciones de **LOS MERCADOS EMERGENTES**.



## 2. PROBLEMA DE LA INVESTIGACIÓN.

La metodología que se emplea en nuestra investigación requiere del planteamiento del problema, el cual contribuye a dirigir algo específico y dirigir la atención en un aspecto más concreto, utilizando la técnica de las variables; y que permita dar la continuidad efectiva a esta investigación. Por tanto nuestro problema queda planteado de la forma siguiente:

**¿Cuáles son las Razones Económicamente Estratégicas para considerar a los Mercados Emergentes como una Opción Altamente Valorable de Inversión?**

Este problema que expone su planteamiento; y de acuerdo a la técnica utilizada, está compuesta por dos variables: Variable Independiente (V.I.) y Variable Dependiente (V.D.), como a continuación se indican:

V.I. Cuáles son las razones económicamente estratégicas para considerar a

V.D. Los mercados emergentes como una Opción Altamente Valorable de Inversión.





## 2.1 TIPO DE INVESTIGACIÓN.

Teniendo en cuenta las características que presenta el planteamiento del problema, nos permite determinar el tipo de investigación a la cual nos dirige; y concluimos que es de tipo experimental, ya que se busca una relación entre una causa y un efecto, es decir que, como causa tenemos el encontrar las razones económicamente estratégicas (V.I.) y como efecto tenemos a los mercados emergentes como una opción altamente valorable de inversión (V.D.), de manera que si la causa se mueve, modifica a la variable dependiente.

## 2.2 MARCO TEORICO DE LA INVESTIGACIÓN.

A continuación se presenta el marco teórico con lo cual damos fundamento a nuestra investigación.

Uno de los fines primordiales del marco que presentamos es mejorar el manual de información sobre el tema que se viene desarrollando en esta investigación.

Se considera que es de gran ayuda para orientar esta Tesis a fin de que permita también un mejor planteamiento de la Hipótesis.

Este marco teórico esta organizado por capítulos o aspectos que son de carácter histórico, social y económico principalmente.



## GENERALIDADES

Un Mercado Emergente es un mercado de valores de un país o grupo de países en desarrollo, en el cual se transan títulos cuyo rendimiento o tasas de interés son lo suficientemente altas para atraer inversionistas individuales o instituciones de países desarrollados.

Son plazas bursátiles de países en desarrollo o fase de "maduración" macroeconómica. Cuando utilizamos este vocablo generalmente nos referimos a aquellos de la región de Asia-Pacífico (exceptuando Japón), el este europeo (especialmente Rusia, Hungría, Chequia y Polonia), Latinoamérica (con México y Brasil como principales economías regionales) y Sudáfrica.

El término "Mercados Emergentes" se utiliza para referirse a países que se encuentran en varias etapas de desarrollo, con bajos ingresos, también conocidos otrora como tercer mundo.

Estos países, actualmente se incluyen en la definición 156 naciones, representando el 84% de la población del mundo y corresponden al 75% de los estados soberanos. Generalmente, en estos países, el ingreso per cápita es inferior a \$ 3.000 y el ingreso familiar está alrededor de unos \$ 4.000, ambos en forma mensual.

La comunidad de los residentes del tercer mundo no poseen en su mayoría los bienes que en países desarrollados tiene la gente en su gran amplitud, como un hogar propio o potencialmente adquirible, teléfono, automóvil, ahorro, entre otros bienes.



Los trabajos bien pagados son difíciles de encontrar, así como la educación y el entrenamiento adecuado. Estos países cuentan con poca tecnología y su base industrial es escasa. Sus economías dependen en gran parte aún de la agricultura.

Poseen clases elitescas pequeñas y poderosas, que mantienen un rígido control sobre la estructura social. En algunos casos son represivos y cuentan con gobiernos altamente autoritarios. A pesar de ser sumamente difícil hacer negocios allí, los países en desarrollo poseen recursos naturales y mano de obra económica, que los hacen atractivos e importantes ante las economías dominantes de Estados Unidos, Japón y Europa Occidental. Es por ello que corporaciones multinacionales, los grandes inversionistas e instituciones financieras se han interesado en estos mercados (no sin pasar algunos malos ratos).

Partiendo de la tesis de que existe evidencia cuantitativa que demuestra que el costo de financiarse a través de un mercado de valores es significativamente más bajo que a través de otras formas de intermediación financiera —como los bancos— se enfatizaba que un mercado de valores eficiente ayuda a promover el flujo de capital extranjero y se convierte en la interconexión del sector financiero doméstico con el internacional.

Su comportamiento económico es tan variable como una veleta, sólo apto para inversores dispuestos a asumir altos niveles de riesgo, aunque son considerados por los expertos bursátiles una buena alternativa que los inversores diversifiquen su dinero, especialmente si la composición de sus carteras les permite hacer frente a alguno que otro sobresalto.



Por tanto se entiende que son lugares, donde las instituciones financieras y las compañías multinacionales ven oportunidades rentables para la inversión o la especulación en lo que solía llamarse el tercer mundo.

En los últimos años se habla tanto de ellos por una cantidad de razones: una es que la actitud de los gobiernos de los países en vías de desarrollo se volvió, en general, mucho más receptiva al capital extranjero.

En muchas naciones se abolieron los controles cambiarios, las restricciones sobre los dividendos y las reglas que discriminaban a los inversores extranjeros. También, desde el derrumbe de la Unión Soviética, hay mayor consenso sobre los componentes necesarios para la estabilidad económica general, lo que implicó un entorno más favorable para los inversores del exterior, así mismo, varios acontecimientos que tuvieron lugar en los países industrializados fomentaron esta tendencia.

Uno es la maduración del baby boom, que ahora esta ahorrando frenéticamente para su futuro. Esto creo un gran pool de capital, sobre todo en los Estados Unidos. Parte de ese capital llego hasta los Mercados Emergentes.

Además, hay una gran cantidad de dinero en el sistema financiero mundial, gracias a los esfuerzos de los bancos centrales de Japón y Alemania para mantener sus economías en movimiento y parte de esta liquidez encuentra su camino en los Mercados Emergentes.



Los beneficios de esta integración pueden ser medidos, según los analistas, a través de la reducción en los costos de los recursos al usuario y el retorno financiero, amén de la variedad de títulos para el ahorrador.

El planteamiento era en verdad súper optimista: como el retorno de los países en desarrollo es frecuentemente mayor que en los países de altos ingresos, esto conduce a una saturación del mercado local que se traduce en un mayor flujo de capital, logrando en el tiempo “la equiparación” de las tasas de interés en ambos mercados, y por ende, se logra el predominio de niveles más bajos en las tasas de interés.



## 2.2.1 ASPECTO HISTÓRICO.

### Introducción

En la última década del siglo XX, se han observado crisis financieras en los denominados países emergentes, que han repercutido en todo el sistema internacional.

Entre los orígenes de estas crisis se cuentan distintos factores: En primer lugar, a comienzo de los años noventa, las bajas tasas de interés en los países avanzados por recomendación de la Reserva Federal de los Estados Unidos, impulsó que muchos inversionistas salieron al exterior en busca de mayor rentabilidad.

Los fondos de inversión acuñaron un nombre nuevo para lo que antes se llamaba Tercer Mundo, o países en desarrollo: ahora serían “mercados emergentes”, la nueva frontera de la oportunidad financiera.

El término “Mercados emergentes”, en principio, parece ser pasivo y reflejar la oportunidad que el capital financiero internacional tiene de invertir en los países en vías de desarrollo, debido a que éstos no cuentan con capacidad y recursos disponibles propios.

“Mercados emergentes” era la nueva categoría o conjunto de países que vendían su deuda y los distintos tipos de bonos en los mercados financieros siempre que aplicarían las reformas exigidas por los inversores.



Dentro de este conjunto se encontraban países tan disímiles como: Polonia, Rusia, Turquía, Brasil, Indonesia, Tailandia, Venezuela, México, Malasia, Ecuador, Perú, Chile y Argentina, entre otros.

Durante la década del noventa, la mayoría de dichas economías no padecían mayores desequilibrios macroeconómicos, y mostraban años de alto crecimiento en su Producto Bruto Interno (PIB).

Pero la volatilidad de los capitales financieros, la inestabilidad política y rumores sobre la capacidad de pago de los compromisos contraídos, desencadenaron una crisis de confianza que produjo la salida masiva de capitales ocasionando sucesivas crisis económicas financieras.

Esta situación provocó el colapso de algunas economías y originó que el Fondo Monetario Internacional (FMI) y varios países desarrollados, tuvieran que implementar paquetes financieros de "rescate" a fin de evitar males mayores para el sistema económico internacional.

Parecía que ninguno de los países emergentes podía declararse a salvo de las consecuencias potenciales de la inestabilidad que caracteriza a las corrientes internacionales de capital financiero y de sus efectos en los eslabones más débiles del sistema.



Al igual que en los años '30, parecía que el capitalismo ingresaba en un período de crisis. La idea de “una vuelta a la economía de la gran depresión”. Desde esta lógica se plantea que la clase de problemas que caracterizó una buena parte de la economía mundial en los años '30 ha hecho una reaparición sensacional.

El riesgo de repetir la historia económica de los años '30 estaría reflejado en la amenaza constante de recesión de la economía de EEUU, y su impacto en el mercado financiero internacional, en el carácter volátil del mercado de capitales y en la falta de una institución financiera internacional que regule, en tiempos de bonanza económica y ayude a prevenir las crisis, entre otros.

Esto se condice con lo sostenido por el economista Kondratiev y sus ciclos de crecimiento de entre 50 y 60 años, si traspolamos lo sostenido por Kondratiev a fines de los años '20, se observa que estamos poco más de 60 años después en la misma situación.

En el devenir histórico, generalmente ante la consolidación de un nuevo fenómeno se da la crisis del proceso anterior, que contiene la esencia de lo nuevo. Vemos así la asociación entre crisis y cambio. Las crisis son generalmente el resultado de bonanzas mal manejadas, que implican la necesidad de una mejor gestión en épocas de crecimiento de la economía mundial.





La cuestión a destacar es que, las finanzas han estado en el centro de las crisis económicas de alcance internacional. La dimensión financiera jugó un papel central en la crisis de los años '30 y en la crisis de la deuda de los países en desarrollo de los años '80.

El concepto de crisis nos indica "mutación grave que sobreviene en una enfermedad para mejoría o empeoramiento", "momento decisivo en un asunto de importancia". Tomado del latín "crisis" y del griego "decisión", derivado de "separar", "decidir", "juzgar".

Solo se encuentra registrado en la acción etimológica y arcaica "juicio que se hace sobre alguna cosa". "Los conflictos de la naturaleza a los que los griegos llaman "crises".

De esta manera, la crisis es un momento decisivo. La crisis es un cambio considerable que sobreviene sea para agravar o mejorar una situación. La crisis es cambio que da origen a cambio, de esta manera también es el momento decisivo previo a otro cambio que puede dar nuevamente origen a un cambio o no.

Por lo tanto, la crisis la encontramos precedida y secundada por cambios, siendo ella un cambio en sí misma.

Este encadenamiento de **cambio – crisis = cambio – cambio**, no tiene connotaciones negativas. Todo el proceso es una mutación, por lo tanto el concepto de crisis constituye un cambio en la correlación de fuerzas que determinaba la situación anterior.



Desde la perspectiva del enfoque neoliberal, la expansión de las oportunidades financieras puede traer importantes beneficios para la economía global, ya que permite una movilización más fluida de fondos desde los países con abundancia de capitales (centrales) hacia aquellos que presentan escasez (periféricos). Situación que supuestamente, mejora la asignación de recursos dentro del sistema mundial, eleva la productividad y permite la vigencia del sistema capitalista.

Sin embargo, dicha vigencia se ve a veces amenazada por interrupciones en el flujo corriente de capitales hacia los países emergentes; en otras palabras se produce lo que se conoce con el nombre de "crisis financiera".

"En opinión de sus propulsores, la libre movilidad de capitales no sólo significaría oportunidades de negocios para los exportadores de capitales, sino que los países emergentes también se beneficiarían al acceder a ahorros externos que permitirían financiar la expansión de la inversión y estimular el crecimiento, y se produciría una situación en la que ganarían todos".

Un factor común en las crisis recientes es la significativa volatilidad del segmento más rápidamente creciente de los mercados financieros internacionales: los fondos de corto plazo y especulativos. Los antecedentes disponibles indican que en un día se movilizan más recursos en los mercados cambiarios que toda la inversión extranjera directa de un año.



Un segundo aspecto a considerar apunta que las causas de la creciente volatilidad tienen que ver, en parte, con las insuficiencias en la coordinación macroeconómica entre las naciones más influyentes en los mercados mundiales, y con las limitaciones de la institucionalidad internacional. Las crisis más recientes han hecho evidentes dos aspectos negativos desde una perspectiva: las imperfecciones del mercado internacional de capitales y la vulnerabilidad de las economías en desarrollo a los choques. Estas insuficiencias no son compatibles con un proceso de globalización balanceado y eficiente.

Se está gastando más energía en resolver las crisis antes que en evitarlas.

En la década del noventa la crisis de mayor repercusión le ha correspondido a los países asiáticos, más específicamente a los seis países cuya expansión de las exportaciones se haya entre las diez más dinámicas del mundo: Tailandia, Filipinas, Malasia, Singapur, Indonesia y Corea del Sur. Pero desde un análisis sistemático, observamos que la crisis asiática se ha sumado al "Efecto Tequila" (México, 1994 – 1995), a la crisis del Sistema Monetario Europeo de 1992 -1993 y en la década anterior, a la crisis de la deuda latinoamericana.

La crisis financiera que se inició en Japón fue seguida de una crisis bancaria sin precedentes y del estancamiento de la economía hasta los momentos actuales (agosto de 2000). En septiembre de 1992 estalló la crisis del Sistema Monetario Europeo.



La libra esterlina y la lira italiana se vieron forzadas a abandonar los sistemas de bandas, mientras que la peseta y el escudo sufrieron varias devaluaciones. Después de casi un año de fuertes tensiones, en los mercados de cambios, se produjo la ampliación de bandas de fluctuación.

Posteriormente, la crisis de la deuda pública internacional, cuando los tipos de interés se dieron la vuelta, provocó enormes pérdidas en las carteras de títulos públicos, y demostró a muchos inversores de forma práctica, lo grave que puede ser el riesgo de interés.

A finales de 1994 las turbulencias viajaron a México, y aparecieron los temores de un nuevo episodio de las crisis de la deuda externa. El peso fue devaluado, y estalló una crisis bancaria que permaneció en la segunda mitad de la década.

La onda de inestabilidad financiera alcanzó a la economía Argentina, y también debido a sus propios problemas, se produjo una secuencia de tensiones sobre el régimen de convertibilidad de su divisa, con lo que se abrió una fuerte recesión también en aquel país.

La llamada crisis asiática se inició en el verano de 1997, con la devaluación de baht tailandés. Las economías de una de las regiones del mundo con mayor crecimiento económico soportaron sucesivas devaluaciones y el desplome de las bolsas.



En la raíz de estos hechos estaba presente una fuerte debilidad de sus sistemas financieros y, en particular, de los sistemas de control de riesgo. Este intenso proceso de inestabilidad financiera tuvo importantes repercusiones sobre la economía mundial, en especial sobre las economías de América Latina.

En agosto de 1998, el gobierno ruso devaluó el rublo y declaró unilateralmente una moratoria de las deudas privadas con acreedores exteriores, y también la moratoria de una parte de la deuda pública rusa denominada en rublos.

Se podría haber pensado en su momento, que estas medidas solo tendrían un impacto local, y que afectarían fundamentalmente a los bancos alemanes y suizos con fuertes posiciones en el mercado ruso.

La realidad no fue así, y el alcance fue general, modificando ampliamente la sensibilidad al riesgo de muchos inversores que no estaban implicados directamente. En esta cadena casi ininterrumpida de crisis financieras, en Enero de 1999 le llegó el turno al real brasileño. El gobierno lo dejó flotar después de fuertes y reiteradas tensiones desde el inicio de la crisis asiática.

En la primavera del año 2000, los valores tecnológicos fueron protagonistas de una fuerte corrección, aunque es necesario señalar que, previamente, se había producido un ascenso casi vertical de muchos de los precios.



Todos estos acontecimientos han sido un potente incentivo para poner a prueba los sistemas de medición y control de los riesgos, y la necesidad de diseñar nuevos modelos y sistemas. Uno de los fenómenos más importantes que revelan, los diferentes episodios de inestabilidad financiera es la interrelación que se produce entre los riesgos de crédito, mercado y liquidez en situaciones críticas; la modelización conjunta de estos riesgos es hoy uno de los retos pendientes. La crisis asiática contribuyó a resaltar la importancia del riesgo de crédito. Ha sido muy recientemente cuando la modelización del riesgo de crédito ha pasado a primer plano en la preocupación de los implicados en su gestión y regulación.

### **Burbuja Financiera y Crisis Bancaria en Japón**

El 29 de diciembre de 1989, el índice Nikkei 225 de la bolsa de Tokyo cerró en 38.916 puntos, mientras que cuatro años antes la cotización se había situado en los 13.083 puntos. La rentabilidad anualizada, implícita en los datos anteriores, fue de un 31 por ciento, cifra excepcionalmente alta teniendo en cuenta que los tipos de interés de los bonos a largo plazo se situaron por debajo del 5 por ciento, y que la inflación media se mantuvo alrededor del 1 por ciento.

A partir de los primeros días de enero de 1990, la situación cambió radicalmente. Las ventas se impusieron, y el mercado vivió una autentica caída libre de los precios; el 2 de abril de 1990, el índice cerró en 28.002 puntos (una bajada del 28 por ciento respecto al cierre del año anterior), pero el proceso continuó, y el 1 de octubre la caída fue del 48 por ciento.



Hasta el 18 de agosto de 1992 no se tocó fondo; ese día el índice, situado en los 14.309 puntos, marcó un mínimo, y a partir de esa fecha fluctuó sin nuevas reducciones.

En poco más de dos años y medio el índice perdió un 63 por ciento desde el nivel máximo alcanzado a finales de 1989.

La burbuja financiera no se produjo únicamente en el mercado de acciones; los precios de los inmuebles y del suelo registraron comportamientos sincronizados con los precios de las acciones. En las seis ciudades más importantes de Japón, entre 1985 y 1990 los precios inmobiliarios tuvieron un crecimiento medio del 20 por ciento anual. En Tokio, en el mismo periodo, los precios se multiplicaron por 2,4.

La corrección bursátil y el desplome de los precios inmobiliarios tuvieron un fuerte impacto sobre las entidades financieras. Pero eso no fue el único efecto, ya que la actividad económica inició una larga situación de estancamiento que se prolonga durante más de diez años. Una caída tan pronunciada de los precios de los activos financieros e inmobiliarios, provocó un efecto riqueza, desalentando el consumo y aumentando de forma notable los costos de capital de las empresas, que encontraron serias dificultades para nueva financiación, bien a través de emisiones de acciones y bonos, o bien a través de préstamos bancarios, debido al aumento de la prima de riesgo.



En particular, la caída de los precios inmobiliarios tuvo un fuerte impacto sobre el valor de las garantías, provocando en los bancos mayores necesidades de provisiones, y en los prestatarios, además del efecto riqueza, una creciente dificultad para la obtención de liquidez.

La burbuja se produjo en una de las economías más importantes del mundo; hasta el año 1989 la economía japonesa era considerada, por amplios sectores de opinión, como un claro ejemplo de éxito económico. Después de la destrucción sufrida en la II Guerra Mundial, Japón llegó a colocarse entre las grandes potencias económicas del mundo. Entre 1955 y 1988 su PIB se multiplicó por nueve, y la renta per cápita superó el nivel alcanzada en Estados Unidos. Durante la década de los ochenta cedió el ritmo de crecimiento, pero, en cualquier caso, a finales de 1989 la economía japonesa presentaba una tasa de paro en torno al 2 por ciento, una tasa de crecimiento del PIB cercana al 5 por ciento, una tasa de inflación prácticamente nula y un superávit del saldo de la balanza por cuenta corriente que ascendió, en ese año, al 2 por ciento del PIB.

Desde el punto de vista bursátil, la capitalización de las bolsas japonesas "superó a las de Estados Unidos en 1987, y a finales de 1989 el tamaño del mercado bursátil japonés era el 41 por ciento del total mundial.

La importancia del superávit por cuenta corriente de Japón en la década de los ochenta al compararlo con el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, ambos muestran un perfil casi simétrico.





El superavit convirtió a Japón en el mayor exportador mundial de capitales, con flujos sostenidos de inversión directa y de cartera, principalmente bonos, colocados en Estados Unidos, Europa y las economías cercanas de Asia.

Durante la segunda mitad de los ochenta se produjeron cambios importantes en el ámbito de la regulación financiera. Se relajaron progresivamente los controles sobre los tipos de interés de las operaciones bancarias. En 1985 se introdujo la posibilidad de contratar depósitos a largo plazo, de importes elevados, con tipos de interés de mercado, y en junio de 1989 se amplió la medida al mercado minorista. En 1987 fue creado un mercado de papel comercial dentro de las medidas de liberalización de los mercados de capitales; otras medidas afectaron a las cooperativas de crédito, agrícolas y pesqueras, a las que se les permitió financiar a agentes que no pertenecían a las cooperativas. La posibilidad de obtención de financiación exterior por parte de residentes fue otra de las medidas de calado. Las autoridades económicas y monetarias autorizaron los préstamos en divisas a corto plazo, así como el acceso a centros off-shore, donde las grandes empresas encontraron ciertas ventajas respecto a los mercados nacionales (en términos de precios, facilidades administrativas y gran flexibilidad en los requerimientos de colaterales y otras garantías).

Las medidas tuvieron dos efectos muy importantes sobre el sector bancario. En primer lugar se crearon las condiciones para que las grandes empresas pudieran salir del circuito doméstico de intermediación bancaria; ya que pudieron obtener financiación bancaria externa y también financiación mediante la emisión de títulos (en este caso tanto interna como externa).



Se produjo un gran aumento de las emisiones de bonos; en particular de bonos convertibles en acciones y de warrants. No es un hecho menor el que, en muchos casos, estas empresas que salían del ámbito de la intermediación bancaria fueran los prestatarios de mayor calidad crediticia, por lo que los bancos no sólo perdían cuota de mercado, sino buenos riesgos.

El segundo efecto fue un aumento considerable de la competencia en el sector bancario, debido tanto a los hechos anteriores, como a la eliminación de los controles sobre los tipos de interés. Esta mayor competencia presionó a la baja el margen financiero del sector, y éste reaccionó buscando mayores diferenciales mediante operaciones que incorporaban mayor riesgo crediticio.

Para diversos analistas, estos dos efectos, la pérdida del segmento de clientes de mayor calidad crediticia y la apertura de un fuerte proceso de competencia con caída de los márgenes, son considerados la clave explicativa inmediata de la grave crisis sufrida por los bancos japoneses en los años noventa. Pero antes de ver con más detalle los cambios que se produjeron en el sector bancario, veamos otros hechos que favorecieron la aparición de la burbuja financiera.

En 1985, el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos se situó en el 3 por ciento del PIB, lo que provocó un debate entre los responsables políticos internacionales de la época sobre la forma de conseguir su reducción y, en especial, sobre el papel que deberían tener las economías de Alemania y Japón.



Dentro de ese debate ocupó un lugar importante el problema de la cotización del dólar, teniendo en cuenta que tuvo una fuerte apreciación en la primera mitad de los años ochenta.

La contención del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos se vinculó a la depreciación del dólar ya la expansión de la demanda interna en Japón y Alemania para que actuaran de locomotoras de la economía mundial.

Bajo los acuerdos del Plaza, en septiembre de 1985, el yen se apreció un 50 por ciento entre 1985 y 1987, y el Banco Central de Japón implementó una política monetaria expansiva, con incrementos de la oferta monetaria a tasas anuales superiores al 8 por ciento y reducciones de los tipos de interés a corto plazo, desde un 5 por ciento a un 2,5 por ciento, en el intervalo de un año, entre enero de 1985 y enero de 1986. El crecimiento económico interno no se produjo, y una nueva inyección de liquidez tuvo lugar, con crecimientos superiores al 10 por ciento.

El aumento de liquidez combinado con los bajos tipos de interés facilitó la financiación de la compra de activos, tanto de acciones como de bienes inmuebles. Los precios de los activos bajo la presión de la fuerte demanda tuvieron importantes revalorizaciones. A partir de esas subidas se abrió un proceso de retroalimentación, ya que el aumento de los precios de los activos incrementó la riqueza financiera de los inversores, con una mejora aparente en su nivel de solvencia, mientras que el mayor valor patrimonial era utilizado como garantía de nuevos endeudamientos.



Este proceso explica parte de la dinámica, pero no es suficiente, ya que la demanda de los activos financieros no depende únicamente de las facilidades de financiación. Las expectativas de revalorización ocupan el lugar central, aunque evidentemente ponderadas por el coste de oportunidad de los activos de renta fija.

Desde una perspectiva fundamental, dichas expectativas se focalizan en el crecimiento esperado de los beneficios, el nivel de los tipos de interés y la prima de riesgo. En la segunda mitad de los años ochenta las tres variables se comportaron de forma que favorecían el aumento de los precios.

Los beneficios de las empresas crecieron a un ritmo medio anual del 11 por ciento, muy por encima de la tasa registrada en años anteriores, y los tipos de interés experimentaron reducciones significativas; en cuanto a la prima de riesgo (que es una variable no observable y, por ello, de difícil cuantificación), en el estudio citado de Baumgartner y Merediht se afirma que se redujo debido a la mayor participación de inversores institucionales, y también por el efecto riqueza, que hace a los inversores más tolerantes al riesgo cuando han tenido un fuerte incremento patrimonial, aunque esto último tiene mucho de conjetura. En cualquier caso, dos de los factores importantes, crecimiento de los beneficios y tipos de interés, sí fueron favorables a la revalorización de los activos.

Sin embargo, parece existir un amplio consenso en identificar como «burbuja» el comportamiento del mercado en los años citados.



Las razones que se esgrimen, siempre desde una perspectiva fundamental, es que los aumentos de los precios fueron mucho mayores que los que determinaban la mejora en las variables fundamentales. Este asunto siempre es un tema resbaladizo, ya que, como en otros muchos casos, se carece de valor «normales» de las variables suficientemente robustas y contrastadas como para decir que una desviación de los datos respecto a aquéllos se puede y debe considerar como una anomalía.

El procedimiento habitual es realizar la estimación de los parámetros del modelo en una muestra temporal que se considera en situación de equilibrio, y a partir de dicha estimación, proyectar los precios teniendo en cuenta los cambios percibidos en las variables fundamentales y aceptando los resultados obtenidos en la estimación como indicativos de comportamientos estructurales y, por lo tanto, estables.

Con esos métodos, los precios de las acciones japonesas y de los bienes inmobiliarios protagonizaron una burbuja en la medida en que el crecimiento estimado por el modelo fue muy inferior al que realmente tuvo lugar. Pero al margen de los detalles técnicos, en lo que no parece que puede existir duda es en que la brusca caída de los precios tuvo efectos reales sobre la actividad económica y la salud del sistema financiero.



## La crisis bancaria

El sistema financiero japonés tenía rasgos propios que ayudan a explicar la crisis posterior. Antes de 1985 existía una nítida segmentación de las actividades y una división del trabajo entre las entidades financieras.

Los mercados de capitales eran muy estrechos y reglamentados por lo que la intermediación bancaria tenía un gran peso. Además, el sistema se mantenía prácticamente aislado respecto a los mercados internacionales de capitales.

Los riesgos financieros tenían un perfil bajo. El riesgo de interés prácticamente no existía, debido a la política de administración de tipos de interés. Los precios de **activo y pasivo** se determinaban fuera del mercado, y la regulación también alcanzaba a los plazos de las operaciones. Bajo ese sistema, el margen de intermediación era una magnitud muy predecible; casi una variable cierta.

El sistema aseguraba un margen estrecho, y las entidades buscaban en el volumen la generación de los beneficios.

El modelo de financiación bancaria tenía como núcleo la figura del banco principal. La apertura de un crédito se vinculaba a la obligatoriedad del mantenimiento de cierto volumen de depósitos, asegurando así la liquidez y proporcionando adicionalmente garantía a la operación; la remuneración de estos depósitos era baja en términos relativos.



El banco principal se erigía en agente de pagos de la empresa financiada y, de esa forma, conocía de primera mano los flujos de liquidez de la empresa e identificaba a los proveedores y clientes.

Cuando un banco operaba con empresas que pertenecían a la orbita de otro banco, recibía de éste la información que necesitaba. El sistema se complementaba con una fuerte presencia de los bancos en los consejos de administración de las empresas.

Este modelo, que, desde el punto de vista de los requisitos de información para la gestión de los riesgos crediticios, parece tener ciertas ventajas, no deja de presentar grandes debilidades. La vinculación estrecha entre los gestores del banco y la empresa financiada puede favorecer operaciones que no se habrían realizado desde una estricta separación de intereses y funciones.

El desarrollo de una sensibilidad al riesgo de crédito y el fortalecimiento de las políticas de riesgo no encuentran su mejor aliado en situaciones en las que los gestores de la entidad financiera tienen cierta responsabilidad directa o indirecta en las decisiones de la empresa financiada.

A partir de los años ochenta se inició la liberalización financiera, tanto en el frente internacional como en los mercados internos; este proceso alteró vivamente los equilibrios establecidos en los mercados bancarios. El frente inicial de competencia se dio en el segmento de grandes empresas.



Las empresas manufactureras cotizadas en el Nikkey redujeron la financiación bancaria desde un 21,3 por ciento en 1985 a un 12,1 por ciento en 1990; también entre 1985 y 1989, la financiación bancaria de las empresas bajó de un 80 a un 60 por ciento en beneficio de la financiación por acciones y, especialmente, de la financiación externa.

El proceso en torno a la financiación de las grandes empresas llevó la presión competitiva a los segmentos de las PYMES, los particulares y el mercado de financiación de la vivienda. En los grandes bancos comerciales, los llamados City Banks, los préstamos dedicados a la financiación a empresas de tamaño medio representaban el 53 por ciento de la cartera crediticia en 1985, y el 71,3 por ciento en 1990.

Este deslizamiento de los activos bancarios hacia nuevos prestatarios incrementó el riesgo de crédito, situación que representaba un cambio importante respecto a la anterior etapa.

Es preciso señalar que la búsqueda de nuevos clientes impulsó a los grandes bancos a una utilización amplia de sus filiales especializadas en créditos inmobiliarios, aprovechando la fuerte demanda de financiación de viviendas, favorecida por la debilidad de los tipos de interés.

Estas entidades que se financiaban en los mercados interbancarios, debido a que la regulación no les autorizaba a tomar depósitos, estaban fuera de la regulación del Banco de Japón.





Los bancos también realizaban una actividad directa de financiación inmobiliaria (incluso a tipos más bajos que las sociedades especializadas), con el pretexto de su menor costo de financiación. Al final de los ochenta la financiación al sector inmobiliario era el 25 por ciento del crédito bancario, frente al 10 por ciento en los años setenta.

Este choque competitivo llegó también a las entidades de mediano tamaño. Las cooperativas de crédito salieron del ámbito de sus clientes tradicionales, los cooperativistas, y aumentaron los préstamos a sociedades con mayores riesgos. Las sociedades especializadas en la financiación inmobiliaria, los *jusen*, se lanzaron a la financiación de inmuebles de uso comercial, mucho más arriesgados. Esa búsqueda de mayores rentabilidades llevó a casos de *jusen* involucrados en financiación de insolventes e inversiones en Bolsa. Los bancos regionales y las cooperativas de crédito a la agricultura siguieron procesos similares.

Los grandes bancos protagonizaron un proceso intenso de internacionalización, vinculado a la abundancia del ahorro interno, la apreciación del yen y el alza de los precios de los activos japoneses. Una de las consecuencias fue la fuerte acumulación de activos extranjeros en manos japonesas.

Con la liberalización financiera llegó la libertad de tipos de interés; y con el aumento de la competencia, el incremento de las remuneraciones del pasivo, en un proceso similar al que se dio en otros países.



La competencia de la deuda pública fue otro de los factores de presión sobre los tipos. En el lado del activo, aumentó el plazo medio de los créditos y, mediante estas transformaciones, los riesgos de interés y crédito cobraron importancia.

El efecto de lo anterior fue una disminución del margen de intermediación a lo largo de los años ochenta, En el año 1990 se produjo un mínimo en dicho margen, con un 0,90 por ciento.

A partir de ese año, el margen financiero comenzó a recuperarse, aunque probablemente parte de los intereses contabilizados correspondían a créditos dañados. La crisis económica se había iniciado en dicho año, y en los años siguientes las insolvencias fueron en aumento.

Se abrió una profunda crisis en el sistema bancario, aunque debido a la gran opacidad existente, la ausencia de sistemas de información fiables y la debilidad de los sistemas de supervisión, pasaron años hasta que comenzó a conocerse la verdadera dimensión de la crisis.

Es muy clara la tendencia de caída del ratio que mide el beneficio antes de impuestos en relación al balance medio.

Los beneficios negativos aparecieron en 1995 y 1997 y, probablemente, habrían aflorado antes si los bancos hubieran realizado las dotaciones de insolvencias adecuadas a su situación.



En 1995, se produjo la quiebra de varias entidades de tamaño medio y pequeño, y se conoció por primera vez la amplitud de los créditos dudosos.

Hasta entonces, debido a una regulación financiera laxa, no se había podido conocer el importe de las carteras dañadas, y circularon estimaciones realizadas por las propias entidades con un bajo nivel de fiabilidad. Además, como en otras situaciones de crisis, con un entorno regulador de bajo nivel de eficacia, muchos préstamos fueron refinanciados o reestructurados.

Esto permitió, a los bancos que realizaron estas prácticas, seguir contabilizando intereses, no dotar las provisiones necesarias (por lo tanto tener menos necesidades de capital), y no acusar en sus necesidades de liquidez y recursos de capital el encarecimiento que, seguramente, habría tenido lugar por menores beneficios y reducción del nivel de solvencia.

En octubre de 1995, en los mercados interbancarios, los préstamos a los bancos japoneses incorporaban una prima media de riesgo de 100 puntos básicos y, en marzo de 1998, el Ministerio de Finanzas estimó en un 11 por ciento el porcentaje de los créditos dudosos respecto a la cartera crediticia total.



## La crisis del peso mexicano

El 20 de diciembre de 1994, las autoridades mexicanas ampliaron la banda cambiaria en un 15 por ciento. Entre ese día y el siguiente las reservas disminuyeron en más de 4.000 millones de dólares. Ante esta situación insostenible, las autoridades dejaron flotar el peso, conscientes de que intentar defenderlo dentro de la banda sólo llevaría al agotamiento de las ya exiguas reservas.

Estos hechos abrieron una de las crisis financieras más importantes, no sólo para la economía mexicana, sino también para la economía mundial. El año 1994 estuvo repleto de acontecimientos políticos y económicos, pero hasta esas fechas la economía mexicana era considerada, en algunos aspectos, como modélica.

«Se había situado rápidamente en el escalafón de los buenos alumnos del ajuste estructural» y había ganado la reputación, entre amplios círculos de inversores, de mercado emergente de altos rendimientos. En 1992 se consideró a la bolsa de México como el segundo mayor mercado emergente.



## Antecedentes de la crisis

Los antecedentes de la crisis se sitúan en el período 1988-1993, en el que el gobierno desarrolló una política económica de austeridad fiscal y monetaria. La inflación se situó por debajo del 10 por ciento en 1993 y en 1994, mientras que las cuentas públicas registraron un ligero superávit en 1992 y 1993, con vuelta a un déficit moderado (un - 0,8 por ciento sobre el PIB), en 1994.

El programa de reformas conducido por el gobierno se puede resumir en los siguientes cuatro puntos: a) una fuerte apertura de la economía a la competencia internacional; b) un proceso drástico de privatizaciones y desregulación; e) un programa de estabilización basado en el anclaje del tipo de cambio nominal, apoyado en el desarrollo de las políticas monetaria y fiscal, ambas restrictivas; y d) un amplio acuerdo económico y social establecido entre el gobierno, el sector privado y los sindicatos.

Una herramienta importante de la política económica fue el anclaje del tipo de cambio nominal respecto al dólar. La política establecía una senda programada de devaluación y unas bandas entre las cuales se permitía fluctuar. Aunque la inflación fue reduciéndose, el diferencial de inflación con Estados Unidos estuvo situado siempre por encima de la depreciación permitida, por lo que la tendencia final resultó ser la apreciación del tipo de cambio en términos reales. Entre 1989 y finales de 1993, diversas estimaciones situaban dicha apreciación entre un 20 y un 30 por ciento.



Esa apreciación descansaba sobre la capacidad del Banco Central de México para mantener el tipo de cambio nominal dentro de los límites establecidos, y difícilmente hubiera podido hacerlo sin las fuertes entradas de capitales que comenzaron a tomar auge en 1990 y continuaron hasta los sucesos de diciembre de 1994. La liberalización financiera y la apertura de la cuenta de capital de la balanza de pagos fueron piezas importantes de la política económica, con una gran incidencia sobre los acontecimientos posteriores. Entre las medidas adoptadas hay que destacar la autorización a los no residentes para la adquisición de títulos públicos sin restricciones.

Los inversores internacionales valoraron muy positivamente el nuevo clima económico, y destacaron como elementos favorables la reducción de la inflación, unido al mantenimiento de altos tipos de interés nominales, y la política de estabilidad cambiaria. Por otra parte, la firma del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y Canadá fomentó aún más el clima de optimismo. Las expectativas de altos rendimientos en los mercados financieros de México se consolidaron, y la entrada de capitales fue notable.

La inversión de no residentes pasó de representar el 6 por ciento de la capitalización bursátil en 1989, al 27 por ciento en 1994. El gobierno mexicano mejoró su calificación crediticia otorgada por las agencias internacionales y consiguió 24.000 millones de dólares en los mercados internacionales de bonos: El cambio en la legislación para la compra por no residentes de bonos nominados en pesos facilitó la adquisición de 18.000 millones de dólares entre 1991 y 1993.



Un aspecto importante de esas compras es el grado de importancia que fueron adquiriendo los no residentes en los CETES (pagarés del tesoro), ya que, de representar un 8 por ciento en 1990, las inversiones de no residentes se elevaron a un 57 por ciento en los últimos meses de 1993.

Los precios de las acciones se multiplicaron por más de cuatro entre 1990 y 1994, en que pudo observarse la distinta evolución de los precios de las acciones, los precios de consumo y la producción industrial.

Los flujos netos de capitales procedentes del exterior alcanzaron cifras muy elevadas en los años 1991, 1992 y 1993, con porcentajes sobre el producto interior bruto del 8,7, 8,2 y 9,3 por ciento. De esas entradas, el grueso más importante lo formaban las inversiones en cartera.

El sector privado empresarial y los bancos obtuvieron también una amplia financiación internacional. A finales de 1993, el saldo ascendió a 22.000 millones de dólares. Otra de las claves importantes para entender los hechos hay que situada en la evolución del sistema bancario mexicano.

Había sido nacionalizado en 1982-83; al comienzo de los años 90 se produjo una amplia reprivatización, y los compradores fueron, en muchos casos, personas vinculadas a grupos empresariales, sin experiencia previa bancaria. Una de las medidas de política monetaria fue la eliminación del encaje bancario, facilitando así la rápida expansión del crédito; el crédito interno pasó de representar el 14,2 por ciento del PIB en 1988, al 55 por ciento en 1994.



Además del alto crecimiento que implican estas cifras, hay que incluir los cambios en la estructura de la cartera. En 1989, la mitad de la inversión de los bancos estaba materializada en el sector público, mientras que en 1994 dicha inversión representaba únicamente el 5 por ciento.

Por último, la supervisión bancaria carecía de recursos técnicos, humanos y materiales necesarios, y el problema era que, aunque existiese la voluntad de crear los recursos, éstos no se improvisan. Un cuadro como el descrito, formado por nuevos gestores, en un entorno de facilidad para la expansión crediticia, llevando a cabo una política de crédito de apertura de nuevas líneas de financiación, con débiles soportes de información y con una regulación a baja presión, es el mejor caldo de cultivo para la aparición de una crisis bancaria.

Esta afirmación es independiente del país donde este proceso se desarrolle, y como prueba ahí está la generalidad de las crisis que han tenido lugar en los últimos veinte años. Si a todas las circunstancias anteriores, se añade que el entorno macroeconómico se torna desfavorable, la probabilidad de crisis es altísima.

La entrada masiva de capitales creó el problema de mantener la liquidez interna dentro de los límites considerados no inflacionistas, y el gobierno intentó drenar la liquidez mediante la emisión de bonos. Esta decisión generó una de las paradojas de la situación, ya que los altos tipos de interés con los que se lanzaron estas emisiones fue otro estímulo adicional para la entrada de capitales, al permitirse adquiridos también a los no residentes.





Todos estos hechos (especialmente las entradas de capitales, el mantenimiento del tipo de cambio nominal y los altos tipos de interés), dejaron una huella profunda en el sector exterior y, especialmente, en la balanza por cuenta corriente. Las exportaciones tuvieron un fuerte crecimiento, duplicándose su valor en dólares entre 1988 y 1994, pero las importaciones se triplicaron en el mismo período.

### **La apreciación real del tipo de cambio pasaba su factura.**

Por otra parte, el crecimiento industrial fue muy modesto (del orden de un 2,5 por ciento en tasa anual media, lo que indica que el gran crecimiento de las importaciones estuvo más vinculado al consumo que a la inversión), y de un superávit comercial en 1988 y 1989, se pasó a un déficit creciente, que ascendió a 18.500 millones de dólares en 1994. La balanza de servicios mostraba equilibrio en los años 1988 y 1989, pero también fue creciendo el déficit, que alcanzó la cifra de 2.600 millones de dólares en 1994.

La balanza de renta, ya deficitaria en los primeros años del período en unos 7.000 millones de dólares, incrementó su déficit hasta los 11.700 millones de dólares en 1994. Las transferencias netas arrojaron un saldo positivo de 4.000 millones de dólares, con lo que el saldo de la balanza por cuenta corriente en 1994 alcanzó los 28.800 millones de dólares.



En términos de porcentaje sobre el PIB, era el 8 por ciento, una cifra record. Como dato comparativo, el nivel de reservas, excluido el oro, ascendió a 25.110 millones de dólares a finales de 1993. Los déficit de la balanza por cuenta corriente en 1992 y 1993 ascendieron a 24.400 y 23.400 millones de dólares respectivamente.

Las fuertes entradas de capital financiaron estos saldos negativos, e incluso se dio un crecimiento moderado de las reservas; pero la situación encerraba una fuerte vulnerabilidad. Un alto déficit por cuenta corriente financiado con capitales a corto plazo, con el factor añadido de un sistema bancario debilitado, es una situación explosiva, ya que cualquier señal que sea interpretada de manera claramente negativa por los inversores puede provocar un cambio drástico en la situación.

### El camino hacia la crisis

La señal no fue una, sino varias. A lo largo de 1994, ocurrieron diversos acontecimientos que debilitaron el optimismo reinante hasta llegar al desenlace de la crisis. Desde el exterior llegó una de las primeras señales adversas, ya que a comienzos del año la Reserva Federal de Estados Unidos inició un proceso de elevación de los tipos de interés, que se trasladó a todos los plazos.

Pero otras circunstancias se fueron añadiendo. En el plano político, enero fue el mes donde sale a la luz pública el movimiento Zapatista en la región de Chiapas; en marzo fue asesinado Luís Donaldo Colosio, candidato por el PRI a las elecciones presidenciales.



El cambio de «sentimiento» de los inversores dio una primera muestra, y las reservas de divisas disminuyeron en 11.000 millones de dólares entre el 23 de marzo y el 21 de abril; respecto al nivel existente en aquellas fechas, esa cifra suponía aproximadamente la pérdida de un tercio.

Un hecho financiero muy importante que se produjo en esas fechas fue el trasvase de las posiciones de los no residentes desde los pagarés, del tesoro (Cetes), nominados en pesos, a los Tesobonos, nominados en dólares.

La estructura de la deuda del gobierno cambió drásticamente, ya que en diciembre de 1993 un 70 por ciento estaba materializada en Cetes y un 6 por ciento en Tesobonos, mientras que en diciembre del 94 los Tesobonos, en dólares, representaban el 87 por ciento, y un 10 por ciento los Cetes.

El saldo vivo de Tesobonos superaba el nivel de reservas a mediados de 1994. Los vencimientos previstos para los primeros meses de 1995 situaban al gobierno mexicano en una posición de extrema dificultad, lo que trajo el recuerdo de la crisis de la deuda de agosto de 1982.

El 17 de diciembre de 1994, el secretario de hacienda de México anunció el aumento del techo de la banda de fluctuación del peso, fijándolo en 4 pesos por dólar, lo que en la práctica era una devaluación del 15 por ciento.



En los dos días siguientes las reservas disminuyeron en 5.000 millones de dólares, lo que parece reflejar que los inversores no confiaban en la capacidad del gobierno para mantener el tipo de cambio; y algo más grave, a su juicio, fue que aparecía la posibilidad de que el gobierno no pudiera cumplidos compromisos de pago a los inversionistas. El 22 de diciembre, las autoridades monetarias decidieron dejar flotar el peso, sin comprometerse a mantenerlo en una banda determinada.

A partir de ese momento se produce la salida masiva de capitales, especialmente, en las inversiones de cartera las ventas masivas de acciones y bonos nominados en pesos, y la compra de dólares produjo una sangría en las reservas y una fuerte presión a la baja del tipo de cambio. A la capitalización en dólares de la bolsa de México pasó de 50,000 millones en Noviembre de 1994 a 18.000 millones en Febrero de 1995; una caída del 64 por ciento.

Entre diciembre de 1994 y febrero de 1995, el peso mexicano perdió un 40 por ciento de su valor respecto al dólar. Los tipos de interés domésticos a corto plazo superaron el 80 por ciento.

La acción combinada del aumento de los tipos de interés y las caídas bursátiles frenaron la actividad económica. El clima económico se deterioró, y el resultado fue una enorme contracción (una caída del 6,2 por ciento del PIB en 1995), junto con el rebrote de las tensiones inflacionistas y el inicio de una gran crisis bancaria.



Doce bancos medianos y pequeños, que representaban el 17 por ciento de los activos totales del sistema bancario, fueron intervenidos entre 1995 y 1997. Los intereses vencidos fueron estimados, en diciembre de 1995, en un 12 por ciento del total de los créditos, aunque esta cifra, seguramente, subestima la gravedad de la situación.

El gobierno mexicano inició una costosa operación de rescate, y apoyo al sistema bancario bajo la cobertura operativa del Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA), un organismo creado en 1990 y administrado por el Banco Central de México. Básicamente, el FOBAPROA compró gran parte de la cartera dudosa a valor contable (valor contable neto de reservas), mediante el pago de un pagaré a 10 años que devengaba el tipo de interés de los CETES a 91 días.

La cartera vendida a FOBAPROA se traspasó a una gestora del banco comercial, que mantenía la responsabilidad de administración y gestión de cobro de la cartera. Los ingresos obtenidos se destinaban a la amortización del pagaré, y, si en el vencimiento de la operación no se había amortizado completamente, entonces el FOBAPROA cubría entre el 70 y 80 por ciento.

La crisis ha durado en la práctica cinco años (el período 1995-2000), y su cierre formal puede situarse en los importantes procesos de toma de posición de algunos bancos internacionales (BBVA, HSBC, Montreal, Citibank, Nova Scotia) en el sistema bancario mexicano.



Cuando se desató la crisis cambiaria, la situación fue considerada muy grave por los responsables políticos de Estados Unidos. Existían diversos factores que apoyaban tal diagnóstico.

Entre los que parece que pudieron tener más importancia, están la proximidad geográfica y el temor a una situación de crisis económica con el aumento de la presión sobre la frontera, la gran presencia de inversores institucionales estadounidenses en los mercados financieros mexicanos, el posible deterioro o fracaso del Tratado de Libre Comercio, y el temor a una segunda edición de la crisis de la deuda externa, pero con el problema añadido de producirse en una economía que había sido considerada ejemplar desde el punto de vista de las políticas implementadas.

El 2 de enero de 1995 se anunció la existencia de un paquete de ayuda de 18.000 millones de dólares para hacer frente a la situación. La financiación estaba soportada por el Departamento del Tesoro de Estados Unidos (en el marco de un acuerdo previo existente), por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, y por diversos gobiernos europeos a través del Banco de Pagos Internacionales de Basilea., Sin embargo, este primer anuncio fue insuficiente, y el peso continuó su caída al mismo tiempo que se producían grandes pérdidas en la bolsa de valores.

El problema de fondo residía en los más de 50.000 millones de dólares que vencían durante 1995, con las reservas prácticamente agotadas.



Finalmente, el 31 de enero el propio Bill Clinton anunció que iba a utilizar sus atribuciones especiales, para proporcionar 20.000 millones de dólares a México, al mismo tiempo que el Fondo Monetario Internacional ofrecía 17.800 millones de dólares. Otros fondos de diversas fuentes se unieron a los importes anteriores, formando el mayor rescate financiero hasta ese momento; estas medidas terminaron calmando a los mercados.

### El contagio a Argentina

A raíz de la crisis del peso mexicano, otras economías tuvieron problemas de presiones elevadas sobre sus divisas y episodios de inestabilidad financiera. Un caso importante fue el de Argentina. Al comienzo de la década de los noventa, el gobierno llevó a cabo una serie de importantes medidas de política económica. La Ley de Convertibilidad fue una de las principales. A partir de abril de 1991 el Banco Central de Argentina se obligaba a vender las divisas que el mercado demandara, al cambio fijo de 10.000 australes por dólar, al tiempo que se comprometía a retirar de la circulación monetaria los australes comprados. Otro punto importante de la ley era la obligación de mantener un nivel de reservas internacionales que nunca podría ser inferior a la base monetaria 10. En definitiva, se vinculaba el tipo de cambio al dólar, pero de una forma más fuerte que la política de bandas de otros países, ya que se hacía mediante una ley y con las cláusulas citadas, que implicaban la prohibición de creación monetaria por el Banco Central. Las otras medidas del paquete económico hacían referencia a la realización de un programa amplio de privatizaciones y también de reformas fiscales, a la apertura de la economía al exterior, y a la potenciación de la liberalización financiera.



El 1 de enero de 1992 se realizó la creación de una unidad monetaria al transformar 10.000 australes en un peso argentino.

La base monetaria estaba formada por los billetes y monedas en circulación más los depósitos a la vista de las entidades financieras en el Banco Central, en forma de cuentas corrientes o cuentas especiales.

En el frente macroeconómico se obtuvieron resultados, como una importante reducción de la inflación y un fuerte crecimiento económico, situado en torno a un 8 por ciento anual entre 1991 y 1994. El sector exterior presentó un déficit comercial creciente, alimentado por el fuerte crecimiento, con un crecimiento mayor de la demanda de importaciones y la apreciación del tipo de cambio real. El déficit por cuenta corriente ascendió a 10.000 millones de dólares en 1994, y las cuentas públicas mostraron un déficit significativo en el segundo semestre del año. La subida de los tipos de interés en los mercados internacionales, impulsada por el movimiento que había iniciado la Reserva Federal al comienzo del año, también había afectado a los mercados financieros argentinos; la bolsa de Buenos Aires acumulaba a finales de diciembre un descenso del 25 por ciento desde el máximo alcanzado en febrero.

En esta situación de cierta debilidad comenzó a producirse un cambio en las preferencias de los ahorradores por los dólares y, en noviembre, una parte de los depósitos en pesos fueron transformados en la divisa estadounidense. La reacción de los bancos fue el aumento de los tipos de interés de las cuentas de pasivo tanto en pesos como en dólares, aunque más en la primera divisa. Los tipos de las operaciones de activo también subieron, y la situación comenzó a tensionarse.





En esa coyuntura surgió la crisis del peso mexicano de fin de año, y el proceso sufrió una brusca aceleración. Parece razonable aceptar que existió un mecanismo de contagio entre la crisis del peso mexicano y el proceso de tensiones que se abrió en la economía argentina. Éste es un tema controvertido, ya que no es fácil separar y ponderar la influencia respectiva de los factores internos y externos en la dinámica de la crisis.

Al emplear el término «contagio» no estamos pensando en la búsqueda de un «culpable» exterior (algo así como la acción de un virus externo que invade un organismo sano). Al plantear que existió contagio (al igual que ocurrió posteriormente con la crisis asiática y la moratoria de la deuda rusa), se hace referencia a la existencia de los siguientes mecanismos de influencia.

En primer lugar, la incidencia de ciertos acontecimientos negativos que han ocurrido en un país sobre las expectativas de los inversores, que éstos trasladan a la situación de otra economía de forma mecánica, basándose en ciertos rasgos simplificados que consideran similares. Este comportamiento está apoyado en una visión estereotipada de la realidad económica y social.

Puede que exista una cierta racionalidad en dicho comportamiento si se dan unas premisas previas, como la desconfianza en la posibilidad de conocer profundamente la realidad o el excesivo costo que puede suponer intentarlo.



En esta traslación mecánica influye la iconografía del marketing financiero, que unifica a países y mercados en «emergentes» o, mediante un número reducido de variables (déficit por cuenta corriente, inflación, déficit público, reservas), con valores «parecidos» a los de otros países, y por lo tanto se considera que las situaciones son iguales.

Como se ha repetido tantas veces, las profecías se autorrealizan, ya que, si los inversores relevantes piensan que un país que pasa por ciertas dificultades va a tener una crisis, sin duda la tendrá.

El segundo elemento de la cadena de contagio es la presencia simultánea de inversores en el país que ha entrado en crisis y en otros países que, en principio, no presentan los mismos problemas.

La materialización de pérdidas en el país en crisis obliga a los inversores a reconsiderar globalmente sus posiciones y, por diversos motivos, a llevar a cabo ventas de activos: para compensar las pérdidas con ganancias vendiendo en el país «sano»; para realizar liquidez, que pueden necesitar para reponer márgenes y garantías en el país en crisis o en el país sano, y también condicionados por los sistemas de control de riesgos, que obligan a reducir posiciones, al actuar los límites en un contexto de aumento de las volatilidades; o sencillamente producto de un movimiento reflejo. Todos estos movimientos presionan sobre el mercado a la baja.



El tercer canal de contagio se sitúa en la esfera de los flujos de capital. Ciertos inversores, sin necesidad de apoyar la idea de que las economías son iguales, consideran que es prudente adoptar una posición de espera, para dar tiempo a que la situación se clarifique; esta espera tiene una influencia relevante sobre la situación.

Debido a la ralentización de los proyectos de inversión o de la compra de emisiones de deuda pública, la repercusión sobre la liquidez puede ser enorme, además de conllevar otros efectos inducidos. La interrupción total o parcial de los flujos de capital tensiona los tipos de interés, desequilibra la balanza exterior y alimenta las expectativas bajistas de los inversores.

Un cuarto mecanismo de contagio, y no el menos importante, es la proliferación de ataques especulativos contra las divisas «débiles». La realización del ataque, aunque no tenga éxito, socava la confianza de otros inversores, produce generalmente una sangría de reservas, y obliga al banco central a elevar los tipos de interés (lo que a su vez influye sobre la financiación del déficit público, las bolsas de valores, las primas de riesgo y las expectativas de los inversores).

Lo cierto es que, volviendo al caso argentino, la retirada masiva de depósitos en pesos y su conversión en dólares puso al sistema contra las cuerdas. Los bancos buscaron desesperadamente liquidez; al principio en el interbancario a tipos de interés cada vez más altos, pero en poco tiempo la situación se generalizó, y fue necesaria una inyección de liquidez externa, que era lo que, por ley, el Banco Central tenía prohibido realizar.



Los bancos intentaron otras vías para obtener liquidez, como la venta de activos y el intento de cancelar algunos créditos a los clientes para recuperar la inversión, pero tampoco estas acciones pudieron aportar la liquidez necesaria. El Banco Central redujo los requisitos de encajes mínimos, y no penalizó con tipos de interés de mercado el déficit de encaje en el que incurrieron algunas entidades; dada la situación insostenible, el Banco Central, a través de un decreto, recuperó la función de prestamista en última instancia, e inyectó la liquidez requerida.

La situación de los bancos se había deteriorado enormemente, y una fuerte reestructuración dejó en 158 bancos, en noviembre de 1995, los 204 existentes un año antes. En el plano económico general, el PIB tuvo una contracción del 4,5 por ciento en 1995, y la inversión cayó un 16 por ciento respecto al año anterior.

## La crisis financiera asiática

### Devaluaciones y caídas de las bolsas

Durante la segunda mitad de 1997 y hasta mediados del año siguiente, los precios de las divisas, acciones y bonos de un amplio grupo de países del sudeste asiático sufrieron graves convulsiones. Tailandia mostró los primeros síntomas de debilidad y después comenzaron los problemas en Malasia, Indonesia y Filipinas. Posteriormente, la onda llegó a Corea del Sur. Por último, Taiwán, Singapur y Hong Kong, aunque a otro nivel, también sufrieron ataques especulativos y caídas bursátiles.



El 2 de julio de 1997, con la devaluación del baht tailandés, se inició una etapa de profundo deterioro de los mercados financieros. Un año después, la depreciación de las divisas de la zona, alcanzó unos niveles que antes nadie habría podido prever.

La única divisa que resistió los ataques fue el dólar de Hong Kong, que aguantó las fuertes presiones mediante enérgicas medidas de control del mercado y fuertes subidas de los tipos de interés, además de disponer de una excepcional volumen de reservas; el rango de la depreciación del resto de las divisas respecto al dólar estadounidense varió desde el 15 por ciento de Singapur hasta el 83 por ciento en que se depreció la rupia Indonesia. Los rendimientos bursátiles también registraron fuertes caídas, siendo en este caso la bolsa de Taiwán la que mejor resistió, con una pérdida anual del 16 por ciento. En el otro extremo, las bolsas de Indonesia, Corea del Sur y Tailandia se situaron en niveles de pérdidas superiores al 50 por ciento.

Las caídas combinadas de la bolsa de Tailandia y el baht acumularon una pérdida del 93 por ciento, mientras que Taiwán registra la pérdida más contenida, con un 32 por ciento.

En agosto de 1998 se produjo la moratoria Rusa y la devaluación del Rublo, y en septiembre el episodio del Long-Term Capital Management. Septiembre de 1998 fue un mes de fuertes convulsiones financieras, que también afectaron a las bolsas del este y sureste asiático. Por eso, hemos calculado los cambios de precios antes de los anteriores sucesos, fijando la forma convencional el período de observación en un año.



Hong Kong pasó a depender de China el 1 de julio de 1997 como la Región Administrativa Especial de Hong Kong bajo el principio de «un país, dos sistemas», lo que le confería una gran autonomía, salvo para las cuestiones militares y las relaciones internacionales. En el ámbito monetario se aplicaba el principio de un país, dos monedas, dos sistemas monetarios y dos autoridades monetarias mutuamente independientes».

El dólar de Hong Kong estaba, y todavía continúa, vinculado al dólar mediante una paridad fija de 7,80 dólares de Hong Kong por un dólar de Estados Unidos y un mecanismo del tipo caja de conversión que, básicamente, implica que la emisión monetaria interna esté totalmente respaldada por la existencia de unas fuertes reservas de dólares, y que no exista ninguna traba para convertir los dólares de Hong Kong en dólares de Estados Unidos al cambio convenido.

La economía de estos países sufrió un fuerte deterioro, con reducción del crecimiento, aumento del paro, quiebras de bancos y cierres de empresas, unido en algunos casos a movimientos y conflictos sociales y políticos.

El PIB de Corea del Sur registró una caída del - 5,8 por ciento en 1998, cuando se había movido en un rango entre 5 y 10 por ciento de aumento en un largo período anterior, y la tasa de desempleo pasó de un 2 por ciento a un 8,1 por ciento en marzo de 1999. En Tailandia, la caída del PIB en 1998 fue de un -10 por ciento anual, y en Indonesia de un -13,7 por ciento. Las repercusiones de estos sucesos económicos y financieros afectaron a la economía mundial, incluido Estados Unidos.



## Una crisis no anticipada

La crisis se produjo en un conjunto de países cuyos parámetros económicos y financieros parecían estar lejos del perfil establecido a para detectar situaciones vulnerables. La opinión dominante en los años anteriores a la crisis sobre la situación de estas economías se puede resumir en una fuerte tasa de crecimiento sostenido, con gran agresividad exportadora y alto ritmo de inversión; y junto a estos parámetros hay que añadir la idea de un capitalismo sui generis, muy eficaz desde el punto de vista de los resultados, articulado mediante una estrecha colaboración de los gobiernos, las empresas y las entidades financieras, y con una intervención muy selectiva del estado.

La palabra «milagro» aparecía frecuentemente en la literatura sobre estas economías y era la síntesis del estereotipo. Antes de julio de 1997, el sentimiento dominante entre los gerentes de fondos de inversión y fondos de pensiones, bancos de inversión y bancos comerciales, compañías de seguros, administradores de hedgefund, y en organizaciones internacionales como el FMI y otros, era de un gran optimismo sobre la salud económica de los países asiáticos.

Como se ha repetido frecuentemente, la crisis asiática fue muy poco anticipada. En 1996, algunos analistas detectaban un aumento del déficit de la balanza por cuenta corriente de algunos países, pero las conclusiones que se derivaban no eran de crisis, sino de un pequeño descenso en el ritmo de crecimiento y una posible ligera devaluación en el caso de Tailandia.



En junio de 1997 la media de pronósticos sobre el crecimiento económico de la región se situaba en torno a un 7 por ciento. Un mes después (ya iniciada la crisis), los pronósticos cambiaron de un 8 por ciento al -15 por ciento para Indonesia, del 6 por ciento al -7 por ciento para Malasia, del 8 por ciento al -3 por ciento para Corea del Sur, del 6 por ciento al -4 por ciento para Filipinas, y del 6 por ciento al 2 por ciento para Tailandia.

Los datos indican un cambio radical en las expectativas de crecimiento, demostrando la ausencia de anticipación previa a la crisis, pero aún después, los diagnósticos sobre el curso previsible de los acontecimientos, realizados en los primeros meses de crisis, siguieron siendo muy optimistas respecto a lo que posteriormente ocurrió.

La «solidez» de estas economías, su «fuerte ritmo de crecimiento» y argumentos similares, fueron esgrimidos para defender que crisis como la del peso mexicano no podían darse en aquellas economías.

### Calificaciones y Agencias

Un caso notable es el de las agencias de calificación; sobre el papel, se pueden considerar entre las organizaciones con mayor experiencia en la valoración de riesgos, contando con la mejor información disponible, con capacidad para obtenerla de los responsables económicos de los gobiernos, y dotadas de un cuerpo de profesionales con alta preparación técnica y gran experiencia.





Se recogen las calificaciones realizadas por Moody's, Standard & Poor's y Fitch IBCA en diferentes momentos, antes y después del inicio de la crisis. Durante una larga etapa anterior a la crisis, no se produjeron cambios de importancia, y las calificaciones estaban situadas en niveles altos.

Esto confirma la idea de que la crisis no fue detectada por aquéllos que mejor podrían haberlo hecho.

Moody's en el caso de Tailandia, bajó su calificación un grado, de A2 a A3, pero sigue siendo una calificación muy robusta. Fitch IBCA realizó un ejercicio auto crítico sobre los errores de las agencias de calificación, entre las que se incluía, y reconocía explícitamente que cambios tan grandes en las calificaciones, antes y después de la crisis, eran una prueba de que habían existido errores en las valoraciones realizadas.

En el balance publicado por Fitch IBCA sobre las causas de los errores de apreciación, se destacaban varios aspectos que es interesante reseñar, ya que nos permiten comprender mejor la forma de pensar de uno de los agentes importantes del mercado, que ejerce una notable influencia sobre amplios sectores de profesionales e inversores.

Hay que tener en cuenta que las calificaciones de las agencias sobre emisiones públicas y privadas se utilizan rutinariamente como elemento valorativo para la toma de importantes decisiones de inversión.



Los factores que el documento de Fitch IBCA destacaba eran:

- 1) La importancia que había que conceder a un volumen alto de deuda a corto plazo, aunque el país tuviera bajos niveles de deuda;
- 2) La necesidad de tener en cuenta en el análisis de la deuda externa, no sólo la del sector público, sino también la del sector privado;
- 3) La importancia de la transparencia en los datos y en las políticas, considerada como un factor crucial;
- 4) El hecho de que la política de anclaje de una divisa a otra puede resultar un mecanismo inapropiado;
- 5) La sobrevaloración de la capacidad de los responsables de la política económica;
- 6) Los problemas de solvencia de bancos y empresas privadas pueden ser factores relevantes para la aparición de crisis soberanas; y
- 7) La posibilidad de que existan mecanismos de contagio que propaguen rápidamente la crisis a otras economías dotadas de relativa fortaleza económica.



Estas reflexiones realizadas en un tono de franqueza son, cuando menos, sorprendentes. Parece que son aspectos que ya en la década de los noventa tendrían que haberse tenido en cuenta. Las agencias disponen de una metodología depurada para realizar su trabajo, y multitud de modelos, variables y ratios son tenidos en cuenta. Además, como ellos indican también es necesario incluir el juicio de los analistas y de los miembros de los comités de rating para llegar a una opinión definitiva.

Este planteamiento, metodológicamente hablando, no es desde mi punto de vista equivocado, ya que ningún modelo formal es suficiente para evaluar la solvencia. No obstante, un aspecto muy importante es cómo se forma el juicio. En este sentido, la frase de André Orléan, «la miopía es una construcción social, no es un fenómeno de irracionalidad individual», plantea un enfoque muy sugerente para la reflexión.

El juicio de las agencias de calificación, interpretado así, está conformado mediante las convenciones dominantes, y éstas maduran y se consolidan de manera informal mediante múltiples mecanismos de opinión, en muchos casos sin contrastes y con una fuerte componente de conjeturas. Ese «juicio medio» es el resultado de un consenso en el que son parte activa: la actual línea hegemónica del mundo académico, que aporta los modelos formales para dar autoridad y legitimar; los organismos públicos, como la Reserva Federal, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Internacional de Pagos de Basilea, que regulan y recomiendan; las propias agencias de calificación, mediante sus publicaciones y las calificaciones que otorgan; y los medios de comunicación especializados en temas económicos y financieros.



En ese consenso, establecido antes de la crisis asiática, los problemas específicos que presentaban las economías que entraron en crisis, simplemente, no estaban catalogados. Y en este sentido, el documento de Fitch IBCA es toda una prueba.

Determinados problemas no se ven porque previamente no se mira hacia ellos y, aunque estén delante, son invisibles para el paradigma que es hegemónico. Además, si existen voces discrepantes, que siempre aparecen, el consenso actúa y coloca en situación muy incómoda a los heterodoxos.

La amplia referencia a las agencias no busca el objetivo de responsabilizarlas de la crisis debido a lo equivocado de sus valoraciones. Es únicamente un ejemplo representativo de la dificultad del análisis financiero y, en particular, de la predicción de crisis de solvencia, bien sea de empresas, bancos o países. En esa dificultad hay que incluir las convenciones establecidas, pero eso es un patrimonio de todos, y no sólo de las agencias de calificación.

Desde que la crisis comenzó a manifestarse, ha habido una intensa búsqueda de explicaciones. La situación previa se ha mirado con lupa, buscando cualquier indicio de debilidad. Gracias a ese esfuerzo conocemos hoy mucho mejor las pautas de crecimiento económico y financiero que han tenido lugar en esos países.

En cierto sentido, se puede hablar de dos crisis: la que se produjo en el mundo real, y la que tuvo lugar en el mundo de las ideas, en la medida en que ciertos hechos parecía que no encajaban bien en los modelos establecidos.



La ausencia de amplios déficit públicos, el sostenido ritmo de crecimiento, la relativamente moderada inflación, las altas tasa de inversión y ahorro parecían conciliarse difícilmente con la profundidad de la crisis.

Pero sigue existiendo un déficit en la capacidad interpretativa de los diferentes modelos, debido a que conocemos de forma muy -imperfecta ciertas variables que juegan un papel crítico en los propios hechos, y que deberían tener un papel destacado en los modelos teóricos.

Estas variables hacen referencia a los criterios de comportamiento de los agentes económicos que toman decisiones, que son los que en definitiva compran y venden los activos financieros y desarrollan estrategias de inversión; en algunos casos deciden, en determinados momentos, realizar ataques especulativos contra divisas que consideran débiles, y, en resumen, intervienen activamente en los mercados financieros.

En los modelos de corte macroeconómico la presencia de estos agentes está muy desdibujada, y da la impresión de que los resultados del modelo son producidos por la acción autónoma de ciertas variables macroeconómicas que se erigen en verdaderas protagonistas de la situación, dotadas de vida propia y que guían de forma unívoca las decisiones de los agentes. Esto produce una cierta sensación de determinismo y de vaciado de la acción humana.



Las dificultades para integrar en los modelos los criterios de decisión de los agentes son grandes, pero esas dificultades no se pueden resolver por la vía de la simplificación o la aniquilación. Hay un problema importante de heterogeneidad de los agentes, basada en las diferentes estrategias de inversión, en las distintas posiciones que mantienen y en la utilización de conjuntos de información muy desiguales.

Dentro de este concepto existe una variable de gran relevancia, y es el conocimiento de quién está moviendo al mercado. Los grandes operadores tienen una ventaja informacional sobre el resto, que no sólo se debe a los mayores recursos técnicos y humanos, sino especialmente a que saben que son ellos los que, mediante determinadas operaciones y en determinadas circunstancias, están moviendo los precios o están provocando la reacción del mercado, y eso da una ventaja considerable. El análisis retrospectivo de los acontecimientos es sin duda necesario, pero no suficiente, porque llegado el caso de que se descubra que tal o cual variable presentaba antes de la crisis un determinado perfil, la pregunta que no tiene fácil respuesta es si quienes tomaron las decisiones realmente tuvieron en cuenta esa variable, qué peso le dieron, cómo la interpretaron y a qué conclusiones llegaron.

Antes de entrar en el desarrollo de la crisis, vamos a realizar una visión panorámica de los principales factores que pueden ayudarnos a entender los hechos, pero insistiendo en que gran parte de lo que viene a continuación es una síntesis de la investigación realizada después de la crisis, por lo que probablemente, y esto es pura conjetura, dichos factores no fueron incorporados necesariamente al conjunto de información de los agentes protagonistas.



## Un largo período de fuerte crecimiento

En cualquier caso, para el conjunto de los países, el perfil seguía siendo de fuerte crecimiento y con tasas que marcaban un claro diferencial positivo, tanto respecto al resto del mundo, como a cualquier grupo de países que se tome como referencia.

La economía de Tailandia sufrió ya en 1997 el impacto de la crisis, con una caída del 1,8 por ciento. Las cifras del año 1998 dan una primera medida de la profundidad del impacto sobre el crecimiento económico en la región.

### Alto ratio inversión-producto

El alto ritmo de crecimiento se ha sustentado en tasas de ahorro e inversión muy altas. En general no se detecta discontinuidad en 1996 respecto al comportamiento medio anterior, e incluso puede hablarse de un ligero aumento. En algunos análisis de la crisis, este importante peso de la inversión ha sido esgrimido como un factor desfavorable, ya que es difícil mantener la eficacia de la inversión con volúmenes tan altos.

Se hicieron cuantiosas inversiones inmobiliarias y se realizaron grandes obras de infraestructura que luego fueron utilizadas parcialmente. También se dio una alta concentración de inversiones en sectores vinculados a la exportación, los semiconductores y el acero, el químico y el de automóviles, que sufrieron en 1996 una ralentización en el crecimiento.



La eficiencia de la inversión ha sido cuestionada mediante el análisis del ratio que pone en relación la variación de la inversión (el incremento del stock de capital), con la variación del producto. Un aumento del ratio se interpreta como una disminución de la eficiencia, ya que dicho aumento es el resultado de la utilización de una mayor cantidad de capital por unidad de variación del producto.

Una medida tan agregada no proporciona información acerca de los problemas de baja rentabilidad y eficiencia que pueden producirse en determinados sectores. Y también se ha dicho que, para crear problemas de inestabilidad financiera, es suficiente con que en algún sector o grupo económico relevante aumenten las insolvencias, con lo que el conjunto del sistema bancario puede verse afectado, debido a la red de relaciones interbancarias. Además, está de hecho considerando que existe una relación única entre cantidad de capital y producto. Por otra parte, este tipo de cálculos son muy sensibles a la muestra utilizada y, a pesar de tomar períodos de varios años, en los resultados influyen de forma decisiva los años iniciales y finales de la muestra.

Desde un punto de vista financiero, parece más interesante, como factor de vulnerabilidad, la debilidad que se manifestó en un número amplio de conglomerados coreanos antes de la crisis, o la crisis abierta en el sistema financiero tailandés antes de la devaluación del baht. En Corea se estableció un cuadro de fuerte fragilidad financiera debido a la combinación de empresas con altos ratios de endeudamiento y con pérdidas, o, en otros casos, descensos en los niveles de beneficios. La evolución de la bolsa de Corea no estuvo ajena a estos hechos.





## Inflación controlada

El incremento de los precios estuvo muy contenido, teniendo en cuenta que son economías con tan altas tasas de crecimiento y fuertes procesos de cambio estructural. La tasa de inflación era similar a la de los países de economías más maduras, y en 1996 no se rompió la tendencia.

El fuerte incremento de los precios que se produjo en Indonesia hay que situarlo dentro de la grave crisis política y social abierta en aquel país.

## Equilibrio de las finanzas públicas

El saldo de la deuda pública en circulación es reflejo de esa situación saneada de las finanzas públicas, que presenta cifras moderadas en términos de porcentaje sobre el PIB. Las emisiones de deuda pública, fundamentalmente a corto plazo, se realizaron más como consecuencia de la política de esterilización del aumento de liquidez provocado por los flujos externos de capital, que por las necesidades de financiación de origen interno.

## Apertura al exterior

En la década de los noventa fueron tomando cuerpo un conjunto de medidas de apertura externa de la economía y de cambio de la regulación del sistema financiero, que favorecieron la entrada de capitales.



Estos hechos provocaron modificaciones de importancia en la estructura de financiación de los agentes privados, tanto entidades financieras como empresas, y potenciaron un incremento del crédito interno.

Para un sector de analistas de la crisis asiática, estos hechos fueron la causa principal de las convulsiones económicas y financieras que se produjeron en el segundo semestre de 1997.

Las entradas de capital procedentes del exterior tuvieron un fuerte aumento a partir de los años noventa. Los gobiernos no fueron insensibles a los consejos de los organismos internacionales y a las presiones de los operadores internacionales, que demandaban una presencia sin trabas en las economías más dinámicas del mundo. Medidas liberalizadoras del sistema financiero acompañaron a la apertura de la cuenta de capitales del sector exterior. La coincidencia de una fase de fuerte expansión de la liquidez internacional y tipos de interés a la baja, fue un factor muy favorable para la localización de fuertes volúmenes de inversión, generalmente a corto plazo, en las economías del este y sudeste asiático, todo ello unido a las perspectivas de fuerte crecimiento económico.

La financiación se dirigió hacia grupos empresariales y bancos comerciales domésticos. Los altos tipos de interés nominales internos permitían un alto diferencial frente a los tipos de interés de las divisas, y era ventajoso adoptar una posición corta en divisas desde el punto de vista del margen financiero (o, para las empresas, desde la óptica de sus costos financieros). Sin embargo, debería haber sido obvio que existían fuertes riesgos en potencia.



Un factor de opacidad para la adecuada percepción de los riesgos era la prolongada estabilidad del tipo de cambio o su casi perfecta predictibilidad, al mantenerse dentro de las bandas prefijadas por las autoridades monetarias.

Además, la dinámica que habitualmente rige estos procesos tampoco ayuda a la evaluación de los factores de riesgo. En los casos en los que se produce una relajación de los controles que regulan los flujos externos de capitales y existen poderosos factores de atracción hacia los inversores extranjeros (como mercados financieros con potencial de crecimiento y necesidades de financiación no cubiertas), se produce un choque inicial motivado por las fuertes entradas de capitales que generan un conjunto de efectos favorables a la apreciación del tipo de cambio nominal.

Suele darse un aumento en el nivel de reservas, dado que se financia holgadamente el déficit por cuenta corriente, y las inversiones en los mercados financieros (algunas veces con escasa liquidez inicial) elevan con fuerza los precios, actuando de reclamo para nuevos inversores.

La apreciación del tipo de cambio nominal es transformada por los operadores en signo de fortaleza, y esto alimenta la idea de que una brusca caída es casi imposible.

Sin embargo, pronto aparecen efectos perversos, ya que la apreciación del tipo de cambio supone un freno a las exportaciones, y el déficit por cuenta corriente puede agravarse, como ocurrió de hecho.



Los fenómenos descritos acentúan los riesgos financieros en varias direcciones. En primer lugar, se acentúa el riesgo de liquidez. Una de las manifestaciones de este riesgo es la imposibilidad de obtener financiación en una divisa determinada cuando un banco o una empresa son obligados a renovar su posición. Teniendo en cuenta el desfase de plazos frecuente entre las aplicaciones de los fondos tomados y los orígenes (en general a corto plazo), el riesgo de renovación adquiere una presencia permanente e importante.

Ante los cambios detectados en la calidad de las contrapartes (o simplemente la existencia de alternativas mejores), los bancos que financian las posiciones aumentarán sus tipos, y en casos graves, simplemente cerrarán el grifo.

En segundo lugar está el riesgo de cambio, que es la expresión desde el punto de vista financiero del diferencial entre los tipos de interés domésticos y los tipos de interés de las divisas. No pueden existir altos márgenes sin altos riesgos, salvo en situaciones de control del mercado.

Pero además está el riesgo de crédito, que adquiere una dimensión añadida por la financiación en divisas, ya que las empresas (y también los bancos) pueden sufrir fuertes deterioros de su calidad crediticia si una devaluación o depreciación de la divisa doméstica amplifica el importe de sus deudas.

La apertura rápida de la cuenta de capitales, unida a un proceso de liberalización financiera, son procesos que favorecen el aumento de la vulnerabilidad del sistema.



Dos factores internos juegan un papel relevante en el desarrollo posible de los acontecimientos. El primero es la voluntad política y, en su caso, la capacidad de las autoridades para desarrollar las funciones de regulación y supervisión que la nueva situación demanda. El segundo es la salud del sistema financiero, especialmente en cuanto a recursos de capital, calidad de los activos con riesgo en cartera, desarrollo interno de los sistemas de control de riesgos y dotación de recursos humanos y materiales.

Los hechos de los últimos años parecen mostrar que es difícil que los factores internos posean el nivel de desarrollo adecuado para superar con éxito la dura prueba que supone el cambio drástico en las condiciones competitivas.

Hay que añadir que, en una primera fase, la apertura de la cuenta de capital y la liberalización financiera representan un entorno favorable para la aparición de beneficios extraordinarios, originados por un aumento notable de las operaciones, por la facturación de altas comisiones en un contexto de fuertes subidas de los precios de los activos financieros, y por la existencia de grandes facilidades de financiación exterior.

En esas condiciones se crean nuevas entidades financieras, muchas sin experiencia y vinculadas a grupos empresariales, que desaparecerán cuando las condiciones económicas favorables se deterioren. Este proceso ocurrió con bastante generalidad en los diferentes países que sufrieron la crisis.



## Endeudamiento y alto apalancamiento de las empresas

Las relaciones entre las empresas y el sistema financiero de los países asiáticos analizados son muy diferentes de las que existen de forma generalizada en Estados Unidos y en los países de la Unión Europea. En el caso de Japón ya hemos visto el papel del banco principal, que establecía una relación privilegiada y a largo plazo con un conjunto de empresas (situación que implicaba, entre otras consecuencias, una amplia información sobre las empresas, con presencia en los órganos de gobierno), y quizás lo más importante, el banco actuaba como agente de pagos de las empresas. A cambio de esa estrecha dependencia y vinculación, la financiación estaba en cierto modo asegurada, y el peso de la deuda bancaria en el balance de las empresas superaba con creces los ratios medios habituales en nuestro entorno cercano. La comparación del ratio (deuda total sobre capital) de las empresas de la zona con las empresas de los Estados Unidos, resulta muy desfavorable para la solvencia de las empresas asiáticas.

Sin embargo, el modelo comentado de estrecha relación entre el banco principal y las empresas, obliga a matizar lo anterior. Gran parte de la deuda bancaria debe considerarse de hecho capital, en el sentido de su naturaleza de recursos permanentes y débilmente exigibles.

El compromiso del banco principal con las empresas y la amalgama de relaciones entre los grupos empresariales, los bancos y el apoyo en última instancia de los gobiernos a las empresas con problemas, es uno de los rasgos específicos del modelo de crecimiento de las economías asiáticas.



La traslación de parámetros financieros de unas situaciones a otras, sin tener en cuenta los aspectos institucionales y las reglas de juego no escritas, puede exigir algún matiz.

### **Debilidad del sistema de regulación y supervisión.**

Uno de los factores de peso recogidos por los diferentes análisis de la crisis asiática es la escasa regulación del sistema financiero, que favorecía, como uno de sus efectos, la débil capitalización de los bancos. Cuando una empresa financiera entra en problemas de liquidez o en situaciones más graves de solvencia, el banco acreedor, sea cual sea el tipo de relación establecida con aquélla, tiene un problema.

Cuando existen problemas reales de menor rentabilidad de las empresas o incluso pérdidas, y el cumplimiento de las obligaciones contractuales de pago de capital e intereses de las facilidades crediticias se resiente, el banco acusa los problemas en sus márgenes y en su patrimonio; esa situación se ve agravada en un contexto de baja capitalización. Una posible respuesta sería ampliar capital, pero esta decisión es muy costosa en un momento en el que existe debilidad financiera y la prima de riesgo se ha incrementado.

La vía alternativa es la reducción de tamaño contrayendo la actividad crediticia. Esta medida, a su vez, influye en la creación de depósitos y, globalmente, tendrá el efecto de una contracción de la actividad económica, además de acarrear problemas inducidos sobre la liquidez de las empresas, que pueden convertirse en problemas de solvencia.



Si al mismo tiempo suben los tipos de interés, impulsados por actuaciones del banco central que intenta defender la divisa, bien por decisión propia o aconsejado por los organismos internacionales, entonces se acentúan las condiciones favorables para la selección adversa en la masa de créditos nuevos concedidos o refinanciados. Adicionalmente, debido a la mayor duración del activo sobre el pasivo, puede existir un efecto a corto plazo del riesgo de interés sobre el margen financiero. Las devaluaciones o depreciaciones aumentan el valor contable en la divisa doméstica de las deudas en divisas de las empresas y deteriora su calidad crediticia, acentuando la probabilidad de insolvencia.

### Factores negativos previos a la crisis

Antes del estallido de la crisis algunos indicadores económicos señalaban la existencia de ciertas debilidades en algunas de las economías de la zona. Las exportaciones sufrieron una clara desaceleración en 1996 en todos los países analizados, excepto en el caso de Filipinas. El dólar se apreció durante 1996 y el primer semestre de 1997, por lo que las divisas que tenían su cambio vinculado de forma rígida al dólar también se apreciaron.

Se observa que el baht tailandés, que se mantuvo estable con el dólar, sufrió una apreciación generalizada respecto a las divisas representativas de las grandes áreas comerciales: el yen, las divisas de América Latina y el marco alemán; y sin embargo, el won coreano, con una política de tipo de cambio vinculada al dólar, pero ajustable, se depreció respecto a las divisas latinoamericanas y al dólar, apreciándose ligeramente respecto al marco.





Otro factor negativo para la competitividad externa de los países protagonistas de la crisis fue la devaluación de la divisa china en 1994, que pasó de 5,76 a 8,61 renminbi por dólar de Estados Unidos.

El creciente déficit comercial y las salidas netas por rentas de capital hicieron mayores los déficit por cuenta corriente. En Tailandia, el porcentaje que representaba el déficit de la balanza por cuenta corriente respecto al PIB fue superior en 1996 y 1997 que en los años anteriores, en los que ya era elevado.

En Corea del Sur, se produjo un salto considerable en 1996 respecto a los años anteriores, y en Indonesia aumentó en 1995 y 1996, pero situado en niveles no excesivos. En el resto de los países que presentaban déficit en 1996, no se produjo un cambio significativo respecto de la situación anterior. Las bolsas de Tailandia, Corea e Indonesia tuvieron un comportamiento bajista durante el primer semestre de 1997.

Siempre es difícil encontrar las causas de los movimientos bursátiles, pero es posible conjeturar que los problemas del sector exterior tuvieron cierta influencia. Otros factores negativos tuvieron su origen en el sistema financiero, donde aparecieron problemas graves, especialmente en Tailandia y Corea.



## La crisis bancaria de Tailandia.

El gobierno Tailandés estableció en Bangkok, en 1993, un centro financiero internacional off-shore con el objetivo de potenciar la competencia con Hong Kong y Singapur. En este centro, se realizaban principalmente operaciones de préstamos en divisas, tomados a través de compañías financieras y bancos comerciales y transformados en préstamos en la divisa doméstica, el baht, hacia el mercado interior; también se canalizaba el ahorro interior hacía su colocación exterior, disfrutando de las clásicas ventajas y exenciones fiscales. La creación del centro se realizó en un contexto de baja regulación, a lo que hay que añadir un entorno económico desfavorable a partir de 1995.

Durante 1996 se produjo un fuerte deterioro de las carteras crediticias. Los préstamos considerados en situación irregular bajo el criterio de no cumplir con las obligaciones contractuales durante un período mayor de seis meses, pasaron del 7,2 por ciento de la cartera total en 1995, al 11,6 por ciento en mayo de 1997.

Las estimaciones realizadas posteriormente elevaban esas cifras de 1997 a un 15 por ciento para los bancos, y a un 24 por ciento para las compañías financieras que tenían una alta concentración de sus créditos en el sector inmobiliario. El sistema bancario de Tailandia carecía de una regulación prudencial adecuada.



Entre los elementos de debilidad que esta ausencia favorecía, destaca la frecuencia con la que se producía la refinanciación de préstamos que presentaban dificultades sin ser clasificados como dudosos; se contabilizaban los intereses de los préstamos con problemas, y esos apuntes contables servían para pagos de dividendos, bonos e impuestos; por último, no existían límites a la concentración, y eran dominantes las prácticas bancarias que privilegiaban los colaterales y no la capacidad de pago.

La reestructuración del sector financiero se inició en marzo de 1997, en una acción coordinada entre el Banco de Tailandia y el Ministerio de Finanzas, que anunciaron la existencia de diez compañías con graves problemas de solvencia y liquidez, a las que aconsejaron que realizasen los adecuados incrementos de capital.

En marzo de 1997, el Banco de Tailandia introdujo la obligación de realizar provisiones para hacer frente a las posibles pérdidas de las carteras dañadas; en principio, planteó un período de dos años para realizar los ajustes necesarios, pero ante la presión del sector, lo amplió a cinco años. Posteriormente, este plazo dejó de ser operativo, ya que la situación se deterioró, y muchas entidades desaparecieron.

En el período comprendido entre marzo y junio de 1997, el Banco de Tailandia proporcionó liquidez a 66 compañías financieras a tipos de interés inferiores a los de mercado. Esta medida fue conocida posteriormente, pero en su momento fue mantenida en un absoluto secreto. El 29 de junio de 1997, el Banco de Tailandia suspendió por 30 días las operaciones de 16 compañías financieras, basándose en la detectada falta de capital y en las enormes necesidades de liquidez.



Alcanzado este punto, hay que señalar que la situación descrita era grave, y que una parte del mercado estaba «pillada», teniendo en cuenta la importancia de las posiciones interbancarias y los préstamos a corto plazo realizados a las compañías financieras por bancos extranjeros.

El día 2 de julio, el gobierno anunció que el baht abandonaba su vinculación con el dólar y flotaba libremente, La fuerte caída de la divisa agravó aún más la situación de las entidades financieras, debido a su posición de endeudamiento neto en dólares y otras divisas fuertes.

La delegación del FMI que a mediados de julio de 1997 visitó Tailandia, estimó, en base a la información ofrecida por las autoridades monetarias (que por otra parte era poco precisa y seguramente sesgada a la baja) que eran necesarios 17.000 millones de dólares, el 9 por ciento del PIB de Tailandia de 1997, para que los bancos y compañías financieras alcanzasen los mínimos de solvencia de las normas internacionales. El agujero originado por los préstamos no rentables y las pérdidas de capital asociadas se estimaba en 9.000 millones de dólares en el caso de los bancos, y 8.000 millones de dólares para las compañías financieras.

El diagnóstico era tremendo, e incluía que prácticamente las 91 compañías financieras existentes eran insolventes, mientras que en el caso de los bancos, a los de mayor tamaño les faltaba capital (aunque podrían salir adelante), pero el resto de los bancos, de menor tamaño, también estaban en quiebra técnica.



La acción combinada de los anuncios públicos de la situación y la crisis cambiaria llevó una fuerte desconfianza a los depositantes, y se produjeron fuertes retiradas de depósitos. Los prestamistas externos cerraron las líneas y no renovaron en muchos casos, con lo que las necesidades de liquidez aumentaron, y el Banco Central tuvo que hacer frente a una grave crisis bancaria.

El 14 de octubre de aquel 1997, las autoridades financieras presentaron un plan para el sector, cuyos ejes principales eran: la prohibición de repartir dividendos al menos hasta 1999, la capitalización de las entidades teniendo en cuenta las nuevas normas sobre clasificación de préstamos irregulares y provisiones, la obligación de presentar al Banco de Tailandia los planes de capitalización, y la obligación de cumplir los niveles de capital antes del segundo trimestre de 1998.

El incumplimiento de los planes permitía al Banco de Tailandia iniciar acciones legales y, finalmente, se recomendaba la búsqueda de socios externos dadas las dificultades internas para aportar los recursos.

Analizar en detalle los acontecimientos de Tailandia es importante, ya que es una crisis bancaria en toda regla, con bancos extranjeros en posiciones comprometidas; no sólo hay que valorar la caída del baht, con todo lo importante que fue, sino la aparición, de golpe, como elemento de sorpresa, de la enorme debilidad del sector financiero, la evidencia de que la información sobre la situación era muy deficiente, y el estado de práctica insolvencia de muchas sociedades que estaban financiadas por bancos internacionales.



## Transmisión de la crisis

La devaluación del baht abrió una dinámica de ventas masivas y operaciones especulativas en los diferentes mercados financieros. El aumento de actividad también se dio en los mercados de instrumentos derivados. En el ámbito bancario, se produjo una fuerte contracción de la financiación a corto plazo, con la reducción de los límites o la no renovación de las líneas, con la consecuencia inmediata de fuertes salidas de capitales a corto plazo. También las ventas en los mercados de bonos y acciones tenían en muchos casos el mismo final en el mercado de cambios. El vuelco que se produjo en los flujos de capitales queda perfectamente reflejado en este párrafo, tomado de un informe del Banco Asiático de Desarrollo, «... en 1996, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia, recibieron en términos netos setenta y seis mil millones de dólares del exterior, mientras que en 1997 salieron treinta y seis mil millones de dólares. La variación asciende a ciento doce mil millones de dólares, que en términos comparativos es el 12 por ciento del PIB de los países citados».

La crisis primero fue tailandesa, pero en menos de dos meses se convirtió en crisis asiática. A partir de la devaluación del baht, las ventas fueron masivas, con ataques especulativos sistemáticos contra las divisas que obligaron a los bancos centrales a retirar, tarde o temprano, la defensa de los niveles mantenidos antes de la crisis. En el estéril intento de resistirse a la flotación, los bancos centrales elevaron los tipos de interés, con lo que se agravaron los problemas de los frágiles sistemas bancarios, y consumieron enormes importes de sus reservas mediante la venta de sus divisas fuertes sin que al final pudieran evitar las devaluaciones.



El período de fuerte inestabilidad se prolongó hasta el otoño de 1998, ya partir del final de la grave crisis del Long-Term Capital Management, los tipos de cambio se estabilizaron, e incluso recuperaron algo de valor, pero en ningún caso volviendo a los niveles anteriores, y las bolsas iniciaron un recorrido al alza.

### Repercusiones sobre América Latina

Las repercusiones de la crisis asiática sobre América Latina fueron inmediatas. En agosto de 1997, cuando solo habían pasado quince días de la devaluación del baht, la prensa económica y los boletines de opinión especializados comenzaron a citar a Brasil como país candidato a seguir los pasos de Tailandia, con el «argumento» de que su tipo de cambio estaba apreciado. A partir de ese momento la presión con altibajos se mantuvo, y en enero de 1999 el real brasileño fue devaluado.

Las primeras influencias se notaron en los mercados financieros, debido a que, por su naturaleza (donde cotizan las expectativas), la transmisión es inmediata. Un poco más tarde, el canal de transmisión estuvo situado en la esfera comercial, con la caída de los precios de las materias primas, provocada por la recesión económica de los países asiáticos, lo que provocó una contracción de las importaciones con incidencia en el comercio mundial.

La región asiática representaba alrededor del 15 por ciento de las importaciones mundiales de materias primas y, en el caso del cobre, casi un tercio de la demanda mundial.



La influencia (en esta afirmación no existe la defensa de una causalidad única, ya que las economías de América Latina tenían sus propios elementos de fragilidad. El problema de delimitar la importancia de los elementos internos frente al choque externo, o señalar cómo el choque externo actuó a través de los elementos de fragilidad internos, se sale de los límites de este trabajo) de los sucesos de Asia sobre las economías de América Latina y de otras regiones se materializó en una amplia variedad de hechos, entre los que destacan en primer lugar las, caídas generalizadas en los mercados bursátiles.

La bolsa argentina cayó un 33 por ciento entre el 22 de octubre de 1997 y el 12 de noviembre del mismo año. En Chile la caída comenzó en julio de 1997 y mantuvo una tendencia bajista hasta el otoño del año siguiente, registrando una caída del 55 por ciento. La bolsa brasileña siguió un proceso similar a la chilena, acumulando aproximadamente en un año una pérdida del 65 por ciento.

En México, a raíz de la crisis del baht, se detuvo la fuerte tendencia alcista de la bolsa y, después de una etapa de estabilidad, cayó un 42 por ciento; la recuperación comenzó en el otoño de 1998. Finalmente, el comportamiento de la bolsa venezolana fue muy similar a la mexicana, con una caída del 47 por ciento en un año.

En algunos casos es necesario complementar las cifras anteriores con las fortísimas revalorizaciones que se habían producido. Por ejemplo, la bolsa de Brasil había crecido un 109 por ciento entre julio de 1996 y julio de 1997.





Nos podemos preguntar cuáles fueron los fundamentos económicos de esta subida; probablemente, la variable que más capacidad tiene para explicarla es el volumen. Va a ser difícil encontrar explicaciones en términos de crecimiento de los beneficios, reducciones de tipos de interés y menores primas de riesgo. Ante comportamientos tipo burbuja, los choques externos negativos encuentran el terreno abonado.

Estos procesos de euforia y depresión son factibles en mercados con poca profundidad, que reciben una inyección de liquidez y se ponen por las nubes, hasta que por algún motivo, interno o externo, el chorro baja su intensidad o se cierra, provocando unas correcciones espectaculares.

En segundo lugar, la crisis asiática presionó sobre las divisas, que terminaron, en algunos casos, con devaluaciones. A partir de la devaluación del baht, diversos ataques especulativos se sucedieron, tanteando la fortaleza de las diferentes divisas. En Brasil, en octubre de 1997, las salidas de capital a corto plazo ascendieron a 8.000 millones de dólares. El peso mexicano perdió en dos días un 6 por ciento.

La financiación externa de las economías de América Latina también sufrió un deterioro bajo la influencia de los sucesos de Asia. En el cuarto trimestre de 1997, se registró una notable contracción en el importe de las emisiones.

Sin embargo, la inversión extranjera directa no rompió la tendencia anterior a la crisis, con una fuerte vinculación con los programas de privatizaciones y los planes de liberalización de mercados.



La disminución de las emisiones internacionales probablemente se produjo porque para muchos inversores internacionales los aumentos de tipos de interés no eran lo suficientemente agresivos para la cobertura del riesgo de crédito, mientras que a los emisores los mayores tipos demandados por el mercado les parecían excesivos.

Por último, la influencia de la crisis asiática se tradujo en América Latina en una crisis económica con caída del producto per cápita, ya que las tensiones financieras terminaron haciendo mella en el crecimiento económico en los años 1998 y 1999.

### **Influencia de la crisis asiática sobre las bolsas de Estados Unidos.**

La crisis se manifestó con fuerza en las bolsas europeas y en las de Estados Unidos el 27 de octubre de 1997, cuando los principales índices de acciones, el Standard & Poor's y el Nasdaq, cedieron posiciones, aunque pronto se recuperaron. Muchos de los análisis realizados durante 1998 sobre la repercusión de los sucesos de Asia en la economía de Estados Unidos, reflejaban un marcado optimismo.

Una vez pasados los primeros momentos, en los que la incertidumbre dominaba sobre cualquier otra consideración, los factores positivos comenzaron a situarse en primer plano.



Dada la situación de fuerte crecimiento de la economía de Estados Unidos y el peligro de tensiones inflacionistas, la crisis asiática actuaba de moderadora, y servía para poner un cierto freno al fuerte crecimiento, y de ese modo servía de sustituto a la política de aumento de tipos de interés que, en otro caso, tendría que realizar la Reserva Federal. Además, la caída de los precios de las materias primas, y especialmente del petróleo, era una inestimable ayuda a la contención de la inflación.

### El Cambio de paradigma

Euforia	Depresión
Tigres, Dragones	Baja Productividad
Milagro Asiático	Las Cifras son discutibles
Fuerte Crecimiento	
Altas tasas de Inversión	Baja eficiencia de las Inversiones
Ventaja competitiva de la alianza del Gobierno, los Bancos y las Empresas	Capitalismo de amiguetes; corrupción
Mercados Emergentes	Burbujas Financieras
Alta competitividad exterior	Alto Riesgo
Sistema Financiero flexible	Sistema Financiero ineficiente
Sin déficit público	
Bajos ratios de deuda externa pública	Alta deuda privada



## La moratoria rusa

### La devaluación y la moratoria

El 17 de agosto de 1998, el gobierno ruso y el Banco Central de Rusia anunciaron un importante paquete de medidas. El núcleo de las decisiones tomadas afectaba a los compromisos de pagos privados con los inversores no residentes; lo que se llamó la moratoria rusa. También se incluían cambios relevantes en la conducción de la política del tipo de cambio y medidas sobre una parte de los activos públicos, que de hecho era también una moratoria de los pagos de la deuda pública, cuyo vencimiento estaba situado antes de 1999.

Estas medidas tuvieron un fuerte impacto, tanto sobre los mercados financieros rusos, como en los mercados internacionales. Las repercusiones internas no se limitaron a la esfera financiera, incluido el sector bancario, sino que impactaron en la inflación y en la actividad económica general.

Los aspectos más esenciales de las medidas se exponen a continuación:

❖ El Banco Central ruso había seguido una política de vinculación del rublo al dólar, dentro de una estrategia antiinflacionista, anunciando una horquilla previa para los tipos de cambio y obligándose a mantener la cotización dentro de las bandas. En el momento anterior a la declaración, el límite inferior de la banda era de 8,25 Rublos por dólar y se cambió a 9,5 Rublos por dólar, lo que representaba de hecho una devaluación del 15 por ciento.



❖ Se establecían controles a los movimientos de capitales a corto plazo. En particular, no se permitía invertir a los no residentes en activos nominados en rublos y cuyo vencimiento fuera inferior al año.

❖ Unilateralmente se declaraba una moratoria de 90 días para el pago de deudas privadas, de bancos y empresas fundamentalmente, a no residentes. Esta moratoria no incluía los pagos de la deuda externa de la Federación Rusa, y afectaba al conjunto de actividades comerciales privadas, incluyendo la liquidación de los contratos a plazo (forward) y también los pagos debidos a reposiciones de garantías y márgenes en mercados derivados. La cuestión de los forward tenía gran importancia, dadas las prácticas de inversión de los no residentes y la amplia actividad de los bancos rusos en este tipo de operaciones.

❖ Se alargaba el vencimiento de los títulos públicos nominados en rublos - los GKO de corto plazo (menos de un año) y los OFZ (hasta cinco años)-, cuyo vencimiento estuviera situado antes de 1999. Los bonos serían transformados en otros títulos con distinto vencimiento y tipo de interés, aunque en el momento de dictarse las medidas las condiciones del trueque no se habían explicitado. Adicionalmente quedó suspendida la negociación de esos títulos en los mercados secundarios.

Estas medidas de reestructuración de la deuda eran de hecho una moratoria de gran parte de la deuda pública nominada en rublos.



Los antecedentes más próximos de estas decisiones se sitúan en los cambios de política realizados con anterioridad para combatir la inflación y la apertura de los mercados financieros a los inversores no residentes. Existen sin duda otros factores más profundos, que van desde la fuerte dinámica política interna, hasta el proceso de cambio de las relaciones de propiedad en la que estaba y está inmersa la sociedad rusa, pero esos factores no son objeto de análisis en este apartado.

La financiación del déficit público durante los años anteriores se realizó básicamente con emisión monetaria. A partir de los acuerdos con el FMI, se pasó a la emisión de títulos a corto y largo plazo, emisiones de eurobonos y otros instrumentos financieros. El acceso de los no residentes al mercado de GKO fue progresivo. En el año 1996 se permitió la compra de GKO con un contrato forward añadido, cuya contraparte era el Banco Central de Rusia, que aseguraba un rendimiento predeterminado del 25 por ciento en dólares. En abril del mismo año se redujo al 19 por ciento y, posteriormente, la liberalización fue completa. En su mayoría, los no residentes inversores en GKO siguieron cubriendo parcial o totalmente sus operaciones con contratos forward, haciendo de contraparte los bancos rusos.

La moratoria de las liquidaciones de los contratos a plazo tuvo por lo tanto un fuerte impacto en las posiciones de los no residentes, debido a la alta participación que ya existía en agosto de 1998 en el mercado de deuda pública nominada en rublos. La moratoria va más allá de este sector y engloba a todos los agentes, bancos, empresas y particulares que tuvieran contratadas operaciones a plazo sobre el rublo con vencimiento anterior a 1999.



Si bien un contrato forward es una operación a plazo, de compra venta de una divisa a un tipo de cambio establecido para entrega en una fecha futura. Cuando existen posibilidades de tomar posiciones largas y cortas en los mercados monetarios de ambas divisas, el tipo de cambio a plazo es el resultado del tipo de cambio al contado y de los tipos de interés, al plazo de la operación, de las respectivas divisas.

En el caso de que los tipos de interés de los GKO fueran superiores a los tipos de interés interbancarios, la cobertura del riesgo de cambio realizada por lo no residentes les proporciona el diferencial entre los GKO y los depósitos interbancarios. Ese diferencial es la expresión de un riesgo de crédito. Podo tanto la moratoria o cualquier otra medida que supone un quebranto respecto a los pagos esperados no es una sorpresa total. Uno de los elementos de sorpresa en este caso está en la moratoria de los forwards, que aumenta la exposición al riesgo.

### Antecedentes próximos

Los antecedentes más próximos de la crisis del rublo y la moratoria de las deudas se sitúan en la etapa 1995-97, cuando la economía rusa comenzó a salir de la etapa 1992-94, caracterizada por la hiperinflación. En el período de 1995 a 1997 se consigue un control relativo de los precios mediante un conjunto de medidas, de las que cabe destacar la reducción del crédito a las empresas y, especialmente, la mejora de la situación presupuestaria mediante la reducción de los gastos estatales (aunque manteniendo todavía un alto nivel de déficit público) y el cambio en los mecanismos de financiación del déficit.



Para evitar la creación monetaria se emitió deuda pública: los GKO a corto plazo, que son títulos emitidos al descuento, y los OFZ a medio plazo, títulos con cupones. Los compradores de estas emisiones fueron los bancos rusos y, posteriormente, tras la liberalización de la entrada de capitales exteriores, entraron con fuerza al mercado de deuda (especialmente en el segmento del corto plazo) los inversores extranjeros. Otra vía de financiación del déficit público fue la concesión de créditos por el FMI, a partir de la aceptación por parte del gobierno de Rusia de los principios del organismo internacional.

Los cambios en la financiación del déficit público, y la adopción de una política de anclaje del rublo al dólar con unas bandas deslizantes gestionadas por el Banco Central, favorecieron la estabilidad de precios. Bajo este nuevo escenario económico y con las reformas de la liberalización exterior se registraron fuertes entradas de capital, que elevaron las rentabilidades de las bolsas a cifras superiores al 600 por ciento entre febrero de 1996 y septiembre de 1997.

Otro de los cambios relevantes es el papel clave que juegan los tipos de interés en la nueva situación. La atracción de los capitales externos para financiar el déficit público necesitaba de altos tipos, y también es la palanca que el Banco Central utiliza para la defensa coyuntural del rublo.

La contrapartida de estos cambios, cuyo principal efecto es la mejora de la inflación, es la factura que pasa la política de altos tipos de interés sobre la deuda pública y el déficit. El ratio del saldo de deuda pública sobre el PIB era de un 2,5 por ciento en 1994, y se elevó a un 25 por ciento en 1997.





La mejoría conseguida era endeble, ya que descansaba sobre las entradas de capital a corto plazo y en la continuidad de los préstamos del FMI. Si cualquiera de estos pilares fallaba, la estabilidad del rublo se vendría abajo. El déficit público continuaba alto, y el margen para reducir los gastos estatales era muy estrecho. La crisis asiática irrumpió en esta situación de equilibrio precario, y en el otoño de 1997 aparecieron las primeras señales de desconfianza de los inversores externos, manifestadas en los altos tipos de interés que necesitó la colocación de nuevas emisiones de deuda pública y en la debilidad de los importes adjudicados.

En septiembre de 1997, el FMI no desembolsó uno de los tramos de los préstamos concedidos, como elemento de presión para que el gobierno ruso fuera más beligerante en el control de déficit público. A partir de esas fechas se abrió un proceso de deterioro. Fracasó la oferta de privatización de nuevas empresas, se produjo la quiebra técnica de uno de los grandes bancos, y la bolsa registró una caída del 87 por ciento entre septiembre de 1997 y julio de 1998. La caída de los precios del petróleo fue un factor que contribuyó a debilitar la situación, teniendo en cuenta que los ingresos de divisas procedentes del petróleo son fundamentales en la balanza comercial Rusa.

Un análisis sobre los problemas de sostenibilidad de la deuda pública Rusa, originados por los altos tipos de interés, llegaba a la conclusión de que el ratio de deuda pública sobre PIB podría situarse en un 73 por ciento a finales de 1998, y en un 97 por ciento a finales de 1999. Estas proyecciones generaban entre los inversores una gran desconfianza, traducida en un alto nivel de las primas de riesgo y en la ralentización de las inversiones.



El déficit público sin intereses estaba cercano a cero, pero por el contrario, los tipos de intereses reales, cercanos al 40 por ciento, eran los que aportaban al ratio de la deuda pública sobre PIB el comportamiento explosivo.

La experiencia de la crisis asiática activó la velocidad de respuesta de las agencias de calificación, y la deuda rusa sufrió reducciones de rating en diciembre de 1997 y en enero, mayo, junio y agosto de 1998.

En julio de 1998, el gobierno ruso se enfrentó a graves dificultades para renovar los vencimientos de GKO. Los dos grupos de compradores habituales tenían problemas, por distintos motivos, para adquirir nuevos títulos. Los bancos rusos estaban sometidos a una presión muy fuerte sobre sus depósitos y necesitaban liquidez, y los inversores extranjeros tenían serias dudas sobre la viabilidad de la situación.

Y el círculo se cerraba debido a los acuerdos del gobierno ruso con el FMI, que hacía inviable la inyección de liquidez a los bancos mediante emisión monetaria. Un exponente de la extrema gravedad de la situación es que los tipos de interés de los GKO en el mercado secundario llegaron al 200 por ciento el 7 de julio de 1998. Pocos días después, el anuncio de la aprobación de un programa de ayuda encabezado por el FMI, de 22.600 millones de dólares, «relajó» los tipos de interés de los GKO, llevándolos a niveles del 60 por ciento.

Pero para las autoridades Rusas la situación no tenía salida, y el 17 de agosto, tomaron las medidas ya comentadas.



Las consecuencias de la devaluación y de la moratoria se resumen en los siguientes apartados:

- a) Se interrumpió la entrada de capitales extranjeros.
- b) La deuda de los bancos, empresas y gobierno, nominada en divisas, experimentó un fuerte aumento.
- c) Se paralizó durante más de un mes el sistema interbancario de pagos.
- d) Las bolsas tuvieron fuertes caídas.
- e) Se produjo la dimisión del primer ministro y del presidente del Banco Central.
- f) La economía registró una fuerte contracción económica. La producción industrial cayó un 15 por ciento en tasa anual.
- g) La inflación se disparó y alcanzó el 120 por ciento en tasa anual en agosto de 1999.
- h) Se inició una aguda crisis bancaria.

### La crisis bancaria

A finales de 1991 existían en Rusia 1.350 bancos, y tres años después había 2.400 bancos autorizados; muchos de ellos habían sido creados por empresas para obtener financiación barata del banco central. La mayoría actuaba más como agencias del Banco Central que como entidades con personalidad propia, debido a que su principal actividad consistía en la administración de los préstamos que el BCR concedía a las empresas.



Los bancos actuaban de intermediarios, por lo que recibían una comisión: el 3 por ciento de diferencial entre el tipo de interés pagado al BCR y el tipo de interés facturado a las empresas. En 1994, los bancos que realizaban actividades significativas eran unos 200, entre los que destacaba el Sverbank, con aproximadamente el 80 por ciento de los depósitos de la población.

La posición neta en divisas era corta, aunque un poco menor de lo que se puede deducir de la lectura de las cifras del balance; el motivo es que una parte de los créditos al sector privado estaban nominados en divisas, aunque el neto seguía siendo favorable a las posiciones de pasivo. Además, los importes de la financiación interbancaria, que está recogida en los préstamos en divisas, eran de exigibilidad casi inmediata, debido a que la mayoría eran de muy corto plazo, mientras que la recuperación de la liquidez de los créditos al sector privado era mucho más problemática. De los datos de balance se puede deducir que una parte importante de las adquisiciones de títulos públicos estaban financiadas mediante préstamos a corto plazo en divisas. Además, hay que tener en cuenta las posiciones fuera de balance, cuyo grueso lo formaban las operaciones a plazo de compra-venta de divisas, en la que los bancos rusos actuaban de contraparte de las posiciones de cobertura de los inversores extranjeros.

El sistema bancario tenía antes de la devaluación una alta exposición al riesgo de cambio. La devaluación transformó el riesgo en quebrantos ciertos mediante el aumento de los importes de las deudas netas por una parte, y con las pérdidas en las liquidaciones de las operaciones a plazo.



Las medidas que adoptó el gobierno respecto a la moratoria de las deudas privadas tuvieron el efecto de congelar transitoriamente los pagos que las entidades financieras estaban obligadas a hacer a los acreedores internacionales, pero la posición patrimonial de los bancos había sufrido un gran quebranto.

Otro de los frentes específicos por donde las medidas del gobierno afectaron a los bancos se situó en la liquidez del sistema. Los bancos se encontraron sin liquidez al tener los activos más líquidos (los GKO), inmovilizados; adicionalmente, con el estallido de la crisis se produjeron fuertes caídas en los saldos de los depósitos que las empresas y las familias mantenían en los bancos.

Una vez abierta la crisis, el gobierno volvió a utilizar algunas de las medidas que había abolido. Impuso grandes restricciones sobre las operaciones en el mercado de divisas, financió el déficit público por medio de créditos directos del banco central, y obligó a los exportadores a ceder el 75 por ciento de sus ingresos de las exportaciones.

El sector bancario se mantuvo a flote mediante la inyección de liquidez suministrada directamente por el Banco Central, mientras que el organismo previsto para la recapitalización de los bancos nunca entró en funcionamiento. Las empresas con grandes dificultades para la obtención de financiación bancaria recurrieron cada vez más a retrasar los pagos y a utilizar el trueque, no sólo entre sí, sino también en el pago de los impuestos al Estado.



## El episodio del Long-Term Capital Management

### La huida a la calidad

En los meses de septiembre y octubre de 1998 estallaron las tensiones acumuladas. La situación de inestabilidad financiera abierta por la crisis asiática continuó durante el primer semestre de 1998, y se extendía el temor de graves repercusiones sobre los mercados y las economías de América Latina.

Sin embargo, los precios de las acciones en Estados Unidos y las principales bolsas de Europa habían remontado la situación, lo que era considerado como una prueba de la fortaleza de los sistemas financieros de esos países.

La crisis rusa de agosto parecía un hecho local sin grandes ramificaciones internacionales, salvo la conexión con algunos bancos europeos, fundamentalmente alemanes y suizos. Sin embargo, esta visión fue rotundamente negada por los hechos. En palabras de los responsables del Banco Internacional de Pagos de Basilea, durante los dos meses siguientes a la moratoria rusa «...los mercados financieros de todo el mundo experimentaron extraordinarias tensiones, lo que llevó a los participantes en el mercado y a los responsables de la política económica a temer una inminente implosión del sistema financiero. Como parecía que los inversionistas huían de casi todos los tipos de riesgos, se evaporó la liquidez en los mercados financieros, tanto de las economías industrializadas como de las emergentes, y muchos prestatarios no pudieron conseguir financiación ni siquiera a unos tipos de interés prohibitivos».



¿Qué había pasado? La moratoria rusa introdujo en la agenda de muchos inversionistas la preocupación por el riesgo de crédito. No sólo el riesgo de mercado, sino también el riesgo de incumplimiento; la respuesta fue la llamada «huida a la calidad». Los inversionistas comenzaron a cerrar sus posiciones más arriesgadas y compraron activos de menor riesgo crediticio. En los mercados de bonos, las ventas de los activos más arriesgados hicieron caer los precios, al mismo tiempo que subían los precios de los bonos considerados refugio. Los diferenciales de los rendimientos de los bonos de baja calidad respecto a los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos y Alemania, aumentaron mucho.

Pero también el proceso estuvo alimentado por un cambio de expectativas, sin que fuera necesario inicialmente realizar las ventas para que subieran las primas de riesgo, traducidas en mayores rendimientos exigidos, y el proceso de convergencia en tipos de interés que se estaba produciendo se interrumpió bruscamente. También experimentaron un gran aumento las volatilidades de los diferenciales (lo que provocó el alza de los precios de los derivados), el importe de las garantías y la cuantía de los riesgos de mercado y crédito.

Los cambios de precios obligaron a muchos inversionistas apalancados a aportar garantías suplementarias y, para ello, a realizar apresuradamente liquidez, tanto cerrando posiciones de contado en balance como operaciones fuera de balance. Los mercados de acciones tuvieron fuertes caídas muy sincronizadas.



Las bolsas de América Latina y las asiáticas tuvieron recortes más pronunciados que los registrados en las bolsas de Estados Unidos y la Unión Europea y, además, el período de tiempo transcurrido hasta la recuperación de los máximos anteriores a la crisis fue mayor en aquellas bolsas, que en las europeas y estadounidenses. La variación de los tipos de interés de los bonos del tesoro es una variable, y la variación del diferencial existente entre el tipo de interés del bono privado y el bono del tesoro es otra.

Este último diferencial se puede entender como una prima de riesgo; entonces, la relación estadística se establece entre la variación de los tipos de interés de los bonos del tesoro y la variación de la prima de riesgo del bono privado. Sea el tipo de interés de los bonos privados y el tipo de interés de los bonos del tesoro. La relación entre las variaciones del rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos y las variaciones del diferencial entre el rendimiento de los bonos privados y el rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos, tuvo un comportamiento atípico en los meses de agosto, septiembre y octubre de 1998, respecto al comportamiento observado en fechas anteriores.

Por ejemplo, variaciones de los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos situados entre - 30 y - 60 puntos básicos se correspondían con variaciones de los diferenciales de los bonos de mercados emergentes que se situaban en un rango de - 150 a + 150 puntos básicos, con muchos valores intermedios. En agosto la variación de - 60 puntos básicos del rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos estuvo asociada a un incremento medio del diferencial de + 450 puntos básicos.





Este comportamiento anómalo (respecto al patrón anterior) tuvo un impacto considerable en las estrategias especulativas de inversión basadas en relaciones estadísticas entre los diferenciales de distintos tipos de bonos, tanto de mercados emergentes como bonos privados en Estados Unidos, y las variaciones de los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos. También el impacto fue relevante en los cálculos de los importes de riesgo asociados a las posiciones negociadas.

La caída simultánea en muchos mercados y los movimientos citados de los diferenciales fueron dos fenómenos que se aliaron para empujar a los inversores con mayor fuerza hacia la obtención de liquidez y a los activos de menor riesgo.

Dichas caídas y las reducciones de precios de los bonos de inferior calidad crediticia, aumentaron las necesidades de capital, aceleraron la salida de posiciones de mayor riesgo y reforzaron el bucle de retroalimentación negativa, típico de las situaciones de crisis.

El paso siguiente fue el endurecimiento de las condiciones crediticias por la vía del aumento de los tipos de interés o, ante el nuevo riesgo de selección adversa, mediante la Contracción y cierre de las líneas crediticias.



## Los Hedge Funds

El grave episodio del hedge fund Long Term Capital Management (LTCM) se produjo en septiembre de 1998, y fue elemento pasivo y activo de la situación descrita.

Un hedge fund, traducido literalmente; como «fondo de cobertura», es un vehículo de un conjunto de inversiones, gestionado y administrado por una organización privada formada por gestores e inversores profesionales de alto prestigio en los medios financieros.

El adjetivo «cobertura» no tiene gran utilidad para entender el funcionamiento de estos fondos y más bien puede inducir a confusión. Estos vehículos-financieros no están abiertos a todos los inversores, ya que tienen fuertes barreras de entrada en forma de un capital mínimo requerido para poder participar (en muchos casos se sitúa por encima de un millón de dólares).

Los partícipes son, en muchos casos, inversores institucionales: bancos de inversión, bancos comerciales, sociedades de valores, inversores privados con grandes patrimonios, e incluso bancos centrales (En algún análisis del LTCM se dice que entre sus clientes se encontraba el Banco Central de Italia y el Banco Central de China). Es frecuente que los propios gestores tengan posiciones en los fondos y reinviertan en ellos las altas remuneraciones que reciben por la gestión.



Convencionalmente, sus orígenes se pueden situar en 1949, cuando A. W. Jones creó en Estados Unidos lo que se considera el primer hedge fund. En 1968, la SEC identificaba 140; pero es en el período 1995-2000 cuando se produce una fuerte expansión.

En 1998, en un informe elaborado por la SEC se estimaba la existencia de cerca de 3.500, con un patrimonio aproximado de 300.000 millones de dólares de capital y cerca de 1 billón de dólares de activos. El fondo con mayor capital alcanzaba la cifra de 12.000 millones de dólares en 1998.

A. W. Jones llevaba a cabo estrategias de compra de activos supuestamente infravalorados y de venta en corto (mediante préstamo de valores) de activos supuestamente sobrevalorados. La estrategia la denominaba «de cobertura» por la presencia de posiciones largas y cortas, pero es una estrategia con riesgo. El éxito de la estrategia descansa en que el juicio del que la realiza se confirme mejor que el juicio actual del mercado.

Los hedge funds tienen diferencias significativas con otros vehículos financieros como los fondos de inversión, que suelen estar muy reglamentados, con prohibiciones o limitaciones para tomar posiciones cortas y para la utilización de derivados. Los hedge funds carecen de dichas limitaciones, y las únicas restricciones son autoimpuestas, al especializarse en determinados mercados y activos. Otra diferencia de gran calado con los fondos de inversión está en el apalancamiento, considerado en un doble sentido.



En una primera acepción, el apalancamiento se refiere a la relación entre recursos ajenos y recursos propios u otra forma equivalente, como es el ratio de activos sobre capital. En términos más precisos, el apalancamiento debe medirse por la relación entre el riesgo económico soportado y el capital. Hay que considerar que los activos son heterogéneos desde el punto de vista del riesgo, por lo que su simple suma no expresa el riesgo soportado.

Para un cálculo adecuado del apalancamiento hay que tener en cuenta también las posiciones fuera de balance, que en el caso de los hedge funds son en general muy importantes.

Los hedge funds consiguen altos niveles de apalancamiento (medido de una u otra forma) mediante la realización de repos, la utilización de derivados y la financiación directa a corto plazo, aunque esta última forma es menos utilizada por motivos de precio. Las líneas de crédito se utilizan para cubrir desfases temporales de liquidez. Las limitaciones al apalancamiento son las que impongan las contrapartes y el peso de las garantías que, en su caso, exijan.

El nivel de apalancamiento de los hedge funds ha sido y es alto. Éste es uno de los factores que explica las altas rentabilidades obtenidas, junto con el alto nivel de riesgo. Los ratios de apalancamiento de algunos de los hedge funds superan con creces lo establecido en la regulación internacional para los bancos. El apalancamiento genera un alto riesgo de liquidez.



Otras entidades que tienen fuerte apalancamiento, como los bancos, operan en mercados interbancarios de máxima liquidez y con un prestamista en última instancia. Pero además, hay otra diferencia esencial entre los bancos y los hedge funds, que es la amplia base de depósitos minoristas que en general tienen los bancos, frente a una financiación concentrada en unas pocas contrapartes. El alto apalancamiento, combinado con posiciones en activos estructurados y en activos poco o nada líquidos, puede generar situaciones de gran fragilidad.

Otra diferencia importante de los hedge funds respecto a otros vehículos está en la remuneración de los gestores. Además de las comisiones de gestión, relativamente altas, los gestores reciben un porcentaje de los beneficios obtenidos. En el caso del Long-Term Capital Management era del 25 por ciento, cifra espectacularmente alta, dado el volumen de activos negociados y los beneficios obtenidos.

Los hedge funds se diferencian entre sí por las estrategias de inversión. Los hay que toman posiciones en empresas de muy baja calidad crediticia pero que, a su juicio, están infravaloradas o van a tener procesos de reorganización y adquisiciones. Otro tipo son los que establecen estrategias de inversión mediante la predicción de variables macroeconómicas, anticipando la convergencia de tipos de interés, o variaciones debidas a los movimientos de la inflación. Otros toman posiciones en bonos y swaps, combinando posiciones largas y cortas a diferentes plazos. Otros se especializan en derivados, estableciendo cuasiarbitrajes entre mercados organizados y mercados OTC.



También existen los que negocian divisas, utilizando activamente derivados, y los que invierten en mercados emergentes y en privatizaciones. En Estados Unidos los hedge funds están exentos de informar a la SEC, y carecen de restricciones sobre apalancamiento y estrategias de inversión.

### El Long-Term Capital Management

Este fondo se creó en 1994, con domicilio fiscal en las Islas Caimán, y sus gestores eran personas de alto prestigio en los medios financieros.

Las estrategias principales de inversión del LTCM se pueden denominar como «negociación convergente» y «coberturas dinámicas». La primera estrategia consiste en tomar posiciones en dos activos relacionados, bajo la expectativa de que la relación de precios se mueva en un sentido favorable. Por ejemplo, en bonos corporativos privados (de alto rendimiento vinculado a su baja calidad crediticia) y bonos del Tesoro, bajo la hipótesis de que el diferencial de los rendimientos va a disminuir.

En este caso, el fondo toma posiciones largas en los bonos corporativos y cortas en los bonos del Tesoro. Estas operativas a veces se denominan «arbitrajes», basándose en que durante ciertos períodos de tiempo se detectan ciertos comportamientos estables, en términos estadísticos, entre las variaciones de los precios.



Sin embargo, estrictamente no lo son, ya que en un arbitraje puro está asegurado un beneficio cierto, independientemente del comportamiento de los precios. Estas operaciones siguen teniendo riesgo, que en este caso es la expresión de la posibilidad de que los precios se comporten de forma muy diferente a la relación econométrica estimada.

Las estrategias denominadas «coberturas dinámicas» pueden concretarse de muchas formas diferentes, pero en esencia tienen como fundamento la posibilidad de replicar el comportamiento financiero de ciertos activos, en muchos casos derivados, mediante la formación de carteras específicas con criterios obtenidos de los modelos de valoración de activos.

Las estrategias llamadas «coberturas dinámicas» pueden sacar partido, a su favor, de las diferencias de precios originadas por la segmentación de los mercados, y también explotan la posibilidad de crear coberturas a medida mediante activos sintéticos valorados según los criterios propios, y eludiendo en algunos casos tanto los precios altos de oferta originados por el poder de mercado que de hecho tienen algunas contrapartes, como la inexistencia de oferentes.

Las estrategias del tipo «coberturas dinámicas», debido a las variaciones de los precios y al paso del tiempo, exigen reestructuraciones frecuentes de la cartera para que las ponderaciones de los activos coincidan con los resultados analíticos. En los primeros años de funcionamiento, el LTCM consiguió resultados espectaculares, y los rendimientos, netos de comisiones y costos de gestión, fueron de un 42,8 por ciento en 1995, 40,8 por ciento en 1996 y 17,1 por ciento en 1997.



En este último registro está presente la huella de la crisis asiática. El 31 de agosto de 1998, el balance del fondo tenía 125.000 millones de dólares en activos. Con un capital de 4.100 millones de dólares, las cifras anteriores nos conducen a un ratio de apalancamiento simple de 30 a 1. Un 80 por ciento de los activos del fondo, en el balance, eran bonos de países del G-7, y el resto, acciones.

Fuera de balance, destacaban los futuros sobre bonos y sobre índices bursátiles, contratos swap, forward, y contratos de Opciones sobre tipos de interés y sobre acciones. El fondo mantenía tanto posiciones largas como cortas dentro de sus estrategias de inversión, y una amplia posición en repos, tanto en posiciones pasivas como activas.

Para dar idea de la magnitud de las operaciones que realizaba el fondo, el informe que elaboraron conjuntamente la SEC, la Reserva Federal, el Departamento del Tesoro de Estados Unidos y la Comisión de Futuros, aportaba el dato de 60.000 operaciones en libros y un importe de 50.000 millones de dólares en posiciones cortas en las fechas del episodio. En el citado mes de agosto, los notariales de los contratos negociados ascendían a 500.000 millones de dólares en futuros sobre divisas, 750.000 millones de dólares en swaps y 150.000 millones de dólares en opciones y otros derivados. La declaración de la moratoria rusa el 17 de agosto de 1998 provocó la ya comentada «huida hacia la calidad»; y el incremento generalizado de las primas de riesgo de crédito y liquidez, con un efecto letal sobre las estrategias de inversión basadas en la apuesta por la convergencia; es decir, en la reducción de los tipos de interés y, especialmente, en la reducción de los diferenciales entre los rendimientos de activos de plazo similar pero de diferente calidad crediticia.





El fondo LTCM sufrió pérdidas por un importe de 1.800 millones de dólares, dejando el capital en 2.300 millones de dólares. Debido a esta pérdida de capital, el ratio simple de apalancamiento se situó aproximadamente en 60 veces el capital. Los gestores, ante esta situación, pidieron a los inversores una inyección de capital.

La valoración a precios de mercado de las posiciones obligaba al fondo a reponer garantías en los contratos de derivados; en los casos de los repos, la reducción del colateral también dificultaba la renovación de la liquidez.

La situación se complicaba, y la posibilidad de quiebra fue tema de conversación en los círculos financieros, y se trasladó a los medios de comunicación. A juicio de la Reserva Federal la situación era grave y, en palabras de Greenspan, «... el cierre de forma abrupta y desordenada de las posiciones del LTCM supone riesgos inaceptables para la economía norteamericana».

El Banco de la Reserva Federal de Nueva York se erigió en coordinador de un grupo importante de entidades directamente afectadas por los hechos, y consiguió que dieciséis bancos tomaran el control del fondo, aportando capital por un importe de 4.025 millones de dólares.



## La devaluación del real brasileño

### El Plan Real

En los últimos cuarenta años la economía de Brasil ha estado marcada por la inflación y en la década de los ochenta la inflación se transformó en hiperinflación; en 1989 se produjo un incremento de los precios del 1.320 por ciento, y en 1990 de un 2.740 por ciento.

En los años 1993 y 1994, el gobierno diseñó y puso en funcionamiento el Plan Real, cuyo objetivo fundamental era el control de la inflación. Antes, en distintos momentos entre los años 1981 a 1984, se habían realizado diversos intentos basados en medidas de tipo convencional, como el establecimiento de controles de precios y salarios, reducción de la oferta monetaria y otras medidas similares, pero todos los intentos terminaron fracasando. Otros planes como el Cruzado, implementado durante los años 1986 y 1987, tuvieron éxito durante un período corto de tiempo, que no llegó a un año.

El Plan Real fue puesto en marcha a mediados de 1993 con un objetivo explícito: «El establecimiento del equilibrio de las cuentas del Gobierno, con el objeto de eliminar la principal causa de la inflación brasileña». Los redactores del plan consideraban que la causa principal del crecimiento inflacionista había que buscarla en los desequilibrios de las cuentas públicas.



Coherente con este diagnóstico, el plan se centraba especialmente en «... un conjunto de medidas orientadas a la reducción y mayor eficiencia de los gastos de la Unión» mediante «...la recuperación de los ingresos tributarios federales, la reestructuración de la deuda de los Estados y Municipios de la Unión, un mayor control de los bancos estatales, el inicio del saneamiento de los bancos federales y el perfeccionamiento del programa de privatizaciones».

Adicionalmente, el gobierno planteó, dentro de sus objetivos, una mayor apertura comercial y financiera para la economía brasileña, y estableció una política de vinculación de la divisa nacional al dólar, considerando que éste era un factor de primer orden para conseguir la derrota de la inflación.

En marzo de 1994, se creó la unidad real de valor (URV), una unidad de cuenta cuyo valor en cruzeiros reales era fijado directamente por el Banco Central, bajo el criterio de que la URV se mantuviera alineada con el dólar. Progresivamente, los precios y salarios se expresaron en URV, y, el 1 de julio de 1994, la unidad de cuenta pasó a ser también medio de pago con el nombre de «real». La equivalencia inicial con el dólar fue la paridad, aunque esto no suponía el compromiso de mantenerlo. El Banco Central de Brasil planteó unas bandas máximas de fluctuación, aunque, de hecho, la política efectiva consistió en una depreciación del real de un 0,7 por ciento al mes. En este caso, los efectos sobre la inflación fueron inmediatos. Mientras que durante el primer semestre de 1994 la inflación registró una tasa media mensual del 43 por ciento, cayó al 3,1 por ciento durante el segundo semestre. Al año siguiente, la tasa mensual media fue de un 1,7 por ciento, y en 1998 el crecimiento anual de los precios fue un histórico 2,6 por ciento.



Como combinación de esta fuerte reducción de los precios y un ritmo moderado de devaluación del real, la divisa registró a finales de 1996 una ligera apreciación. La apertura comercial, la mejora de los precios de los productos externos y un clima de expectativas favorables al consumo, favorecieron el crecimiento del déficit comercial, con el correspondiente efecto sobre la balanza por cuenta corriente.

El éxito en la contención de la inflación, unido a la estabilidad cambiaria en el sentido de una senda de devaluación predecible del real, creó las condiciones favorables para las fuertes entradas de capitales que se produjeron en el período 1995-98. De este modo, al igual que en otras experiencias, el sector exterior adquirió un gran protagonismo.

En el caso de Brasil, los capitales externos tuvieron cuatro focos de atracción importantes: los altos tipos de interés internos, la política de privatizaciones, la compra de empresas privadas y el proceso de saneamiento del sector financiero. Además, en 1994, Brasil reestructuró la deuda externa dentro del modelo definido en el Plan Brady, lo que abrió la puerta a las emisiones en los mercados internacionales de capitales. Uno de los efectos de este proceso de apertura comercial y financiera fue el cambio en el perfil de la balanza por cuenta corriente, progresivamente deficitaria, efecto compensado con creces por las fuertes entradas de capital, con el resultado neto de un aumento sostenido de las reservas en los primeros años del Plan. Las entradas de capital a corto plazo se incrementaron con fuerza en los años 1995 y 1996. A partir de 1997, la influencia de la crisis asiática, con las secuelas de inestabilidad financiera, está visible en las importantes salidas netas, tanto de capital a corto plazo como de acciones.



## Saneamiento del sector financiero

La fuerte reducción de la inflación privó al sector de una de sus principales fuentes de ingresos. Las cuentas en tránsito, el manejo de las fechas valor y la posibilidad de grandes diferenciales entre las operaciones de activo y pasivo, son elementos que forman parte de dichos ingresos. Las estimaciones sobre la magnitud que representaba el ingreso inflacionario en los resultados de las entidades financieras y como podemos observar, se trata de cifras significativas.

La reducción de la inflación colocó en situación precaria a un segmento de entidades financieras que dependían fuertemente de esos ingresos, y el sector en conjunto reaccionó con un aumento de la cartera crediticia.

La razón no era únicamente la pérdida de ingresos inflacionarios, sino que también fue importante la fuerte remonetización experimentada por la economía. La recuperación de la confianza en los pasivos bancarios favoreció la expansión crediticia, y ésta hizo crecer los balances, al tiempo que se producían cambios en el destino de los créditos. En la época de alta inflación, la inversión crediticia estuvo enfocada hacia posiciones de tesorería a corto plazo, compra de títulos del gobierno, préstamos a corto plazo al sector público y un cierto racionamiento al sector privado, lo que, por otra parte, favoreció los circuitos Informales de financiación a empresas pequeñas y particulares. En los nuevos destinos tuvo más peso el sector privado, mediante financiaciones hipotecarias y empresariales. La participación del sector público en la cartera crediticia pasó de un 20,8 por ciento en 1993, a un 5,7 por ciento en 1998.



Al igual que en otros procesos similares, donde la expansión crediticia se acompaña de un cambio en la estructura de la cartera, el resultado fue una pérdida de calidad crediticia, motivada por el rápido crecimiento de la cartera, las carencias de información y el desconocimiento de los comportamientos financieros de los nuevos prestatarios. Además, la situación inicial de alta liquidez por la vuelta a los balances bancarios de gran parte de la liquidez fuera del sistema, y el tirón económico inicial por la mejora de expectativas, actuaron de velo respecto al nivel de solvencia de los prestatarios. A pesar de que el crecimiento económico mejoró en la etapa del Plan Real respecto a la primera mitad de la década, la morosidad y el deterioro de las carteras crediticias fueron en aumento.

La financiación de los Estados descansaba, en parte, en los bancos de titularidad pública, que se financiaban a su vez mediante la emisión de títulos de alto rendimiento, avalados por el Banco Central.

Bajo este juego de fuerzas, con unos activos en muchos casos dudosos y de bajo rendimiento y unos altos costos financieros, la cuenta de resultados era simplemente el reflejo distorsionado de un déficit público embalsado.

Si a la situación de deterioro de la calidad crediticia se une la pérdida de los ingresos inflacionarios, la crisis bancaria aparece inevitablemente. Entre noviembre de 1995 y diciembre de 1997, el PROER (Programa de Estímulo a la Reestructuración y el Fortalecimiento del Sistema Financiero) desembolsó más de 25.000 millones de dólares para financiar, total o parcialmente, la transferencia de activos y pasivos de bancos intervenidos a entidades privadas.



El PROER se especializó en la banca privada, mientras que el PROES dirigió sus acciones hacía la banca pública, que, como hemos visto, estaba en situación crítica. Entre julio de 1994 y diciembre de, 1998, 76 bancos fueron liquidados o transferidos. En ese proceso fue cuando entró en escena la banca internacional, que tomó fuertes posiciones en el sistema financiero brasileño. La suma total de recursos utilizados en el proceso de saneamiento del sector financiero se estima en un 11 por ciento del PIB de 1998.

### **Altos tipos de interés**

Un rasgo importante de las condiciones macroeconómicas durante la ejecución del Plan Real fue el mantenimiento de altos tipos de interese reales. Diferenciales del orden de un 20 por ciento fueron frecuentes, aumentando en los momentos de tensión de los tipos de interés. Varios factores pueden ayudar a explicar esta situación.

El mantenimiento de la estabilidad del tipo de cambio y el objetivo último de reducción de la inflación hacen de los tipos de interés un instrumento al servicio de esos objetivos. Al igual que en otras experiencias, la política de esterilización monetaria para neutralizar el aumento de reservas necesita contar con atractivos tipos de interés. Pero otro factor de importancia que ayuda a explicar los altos tipos de interés es el contexto internacional adverso en el que tuvo que desarrollarse el Plan Real; prácticamente a los seis meses de implantarse, se produjo la crisis del peso mexicano, y el efecto inmediato sobre las reservas fue una salida de 10.000 millones de dólares.



Posteriormente se inició la crisis asiática, con una nueva, reducción de las reservas, y con un fuerte cambio en el sentido de los flujos de los capitales a corto plazo.

La etapa anterior a la crisis del real estuvo marcada por los sucesos de Rusia y la crisis de los mercados financieros en el otoño de 1998; Las pérdidas de reservas eran de un importe mayor que en los sucesos anteriores, y la situación comenzó a ser insostenible.

Los episodios de tensión cambiaria, con fuertes salidas de capitales a corto plazo, y los ataques especulativos contra el real fueron contestados por el Banco Central con fuertes subidas de los tipos de interés desde niveles ya altos. Esta política no fue neutral respecto a uno de los objetivos principales del plan, que era la mejora de las finanzas públicas; por el contrario, fue uno de los factores que ayudó a empeorar la situación inicial por el aumento de la carga de intereses que tuvo lugar y por el aumento de la deuda pública interna en circulación.

## Finanzas públicas

El saldo primario (sin intereses) del sector público pasó de una situación excedente en los años 1993 y 1994, a un ligero déficit en los años siguientes. En el origen de esta situación está la rigidez que mostró el gasto frente a los descensos de la inflación y, en el lado opuesto, la existencia de un grado importante de indiciación de los ingresos públicos.





Pero el aspecto más significativo fue el crecimiento de la deuda interna: los 100.000 millones de reales en 1994 se transformaron en cerca de 330.000 millones de reales a finales de 1998.

El costo de la reestructuración del sistema financiero se acercó a los 100,000 millones de reales, con los que se hizo frente a los problemas de falta de solvencia y a los procesos de liquidación de entidades, a lo que hay que añadir la deuda que se consolidó en el Banco Central, procedente del saneamiento y reestructuración de las deudas de los Estados con los bancos públicos de nivel estatal.

La política de esterilización del aumento de las reservas fue otro de los factores que explican el aumento de la deuda pública interna mientras que la política de privatizaciones actuó en sentido contrario, ya que aportó cerca de 68.000 millones de dólares entre 1993 y 1998.

Las condiciones de mercado también influyeron, ya que cada vez fueron más frecuentes las emisiones a tipo variable (que en 1978 llegaban al 75 por ciento del saldo de la deuda en circulación) y las emisiones indicadas al tipo de cambio o nominadas en dólares.

Una de las contradicciones del Plan Real es que, teniendo como objetivo básico la mejoría de las cuentas públicas, la dinámica interna de su aplicación (que giraba en torno al mantenimiento del tipo de cambio) generó un desequilibrio mayor que el inicial.



Aquí cabe matizar que también fueron importantes los factores exógenos, que no sólo generaron una presión muy fuerte sobre los tipos de interés, sino que también dejaron secos los mercados internacionales de capitales durante largos períodos de tiempo en todo lo que tuviera que ver con la financiación de mercados emergentes.

### Crisis del real

En septiembre de 1998, las reservas disminuyeron en 21.500 millones de dólares, cifra que prácticamente doblaba a la de las caídas registradas en anteriores episodios críticos. En noviembre de 1998, los comentarios en los medios especializados sobre la situación económica de Brasil no eran favorables. Las estimaciones de las necesidades de financiación para 1999 oscilaban entre 50.000 y 60.000 millones de dólares, pero lo más importante es que, en cualquier caso, no salían las cuentas.

Con una estimación del déficit por cuenta corriente de 30.000 millones de dólares y otra cantidad equivalente para las amortizaciones de capital de la deuda externa, las entradas previstas de capital se quedaban muy por debajo de esas necesidades. Entonces, el Fondo Monetario Internacional organizó un paquete de ayuda, en el que este organismo aportaba 18.000 millones de dólares, el Banco Mundial 4.500 millones de dólares, y el Banco Interamericano de Desarrollo idéntico importe. Además, un grupo de países aportaba otros 14.500 millones de dólares y, de esta forma, el monto total se situó en torno a los 41.000 millones de dólares.



Las autoridades del FMI declararon que con los 41.000 millones de dólares y las reservas situadas en 42.600 millones de dólares, Brasil disponía de recursos «bastante superiores» a los que podrían necesitarse para defender el real de cualquier eventualidad. La carta de intenciones enviada por las autoridades de Brasil al FMI incluía la aceptación del plan de ajuste fiscal de tres años.

La comunicación del plan a los mercados y un primer desembolso del FMI de 9.400 millones de dólares no calmaron la situación, y en diciembre aumentaron las salidas de capitales a corto plazo.

En el plano interno, el detonante de la situación se produjo cuando el parlamento brasileño rechazó una parte de la reforma de la previsión social, y el nuevo gobierno del Estado de Minas Gerais cuestionó las obligaciones financieras con el Estado Federal heredadas de la anterior administración.

A mediados de enero, el gobierno anunció la ampliación de la banda de flotación cambiaria, lo que en la práctica era una devaluación del 8 por ciento. Esto precipitó aún más los ataques especulativos y las salidas de capital a corto plazo, con el resultado final de pérdida de reservas.

El Banco Central dejó flotar libremente el real, y a finales de Enero la cotización del dólar fue de 1,98 reales (cuando antes de la flotación el cambio se fijaba en 1,21 reales). Se había producido una depreciación del 61 por ciento.



## La burbuja tecnológica

El largo ciclo alcista de las bolsas de Estados Unidos, durante la década de los noventa, los precios de las acciones en Estados Unidos siguieron una tendencia fuertemente alcista, interrumpida en mayor o menor medida por el impacto de los episodios comentados en páginas anteriores, aunque recuperándose pronto la senda de crecimiento.

Las rentabilidades conseguidas por las acciones, medidas a través de los índices más representativos, fueron superiores a las alcanzadas en otras décadas, y colocaron a las bolsas estadounidenses en el primer lugar de las bolsas mundiales. Esto no ocurría desde el final de la II Guerra Mundial, ya que en cada década anterior, alguna bolsa distinta a las de Estados Unidos ocupó el primer lugar en el ranking de rentabilidad.

Desde la óptica fundamental se han esgrimido diversos factores para explicar el largo periodo de comportamiento alcista de las bolsas de Estados Unidos. El principal factor de fondo es una larga etapa de crecimiento económico en un contexto de intenso cambio tecnológico, con una inflación controlada, una mejora significativa de las cuentas públicas, un importante crecimiento de los beneficios de las empresas y un fuerte aumento de la inversión, que creció una media de un 11 por ciento anual en términos reales en el periodo 1992-98 (la mayor tasa alcanzada en siete años desde 1950). La inversión en equipos informáticos y, en general, en tecnologías de la información mostró un gran dinamismo en un contexto de fuertes reducciones de los precios unitarios de los equipos.



El proceso de rápida obsolescencia que sufrieron las diversas innovaciones obligó a las empresas a un gran esfuerzo inversor, aunque solo fuera para mantener el nivel del stock de capital, dado el incremento de la tasa de depreciación.

La caída de las expectativas de inflación impulsó, desde finales de 1990 hasta diciembre de 1998, una reducción de los tipos de interés nominales. Un pequeño cambio de tendencia en 1994 tuvo un impacto negativo en las cotizaciones bursátiles, pero, en media, la tasa interna de rentabilidad del bono a 30 años se redujo en torno a 400 puntos básicos. La reducción de los costos financieros, los menores rendimientos nominales de activos financieros que compiten con las acciones, y la reducción de primas de riesgo bajo la hipótesis de una mayor estabilidad macroeconómica, fueron elementos que favorecieron un estado de ánimo de mercado optimismo entre los inversores. Este proceso manifestó los primeros indicios de agotamiento en 1999. El ánimo de los inversores comenzó a enfriarse tras diversas actuaciones de la Reserva Federal, que subió varias veces los tipos de interés a corto plazo. Sin embargo; ese mismo año los inversores recibieron una nueva inyección de optimismo de la mano de los valores de Internet.

La relación entre la tasa de paro y la tasa de inflación esperada ha sido, y continua siendo, otra de las cuestiones influyentes en las decisiones de los inversores. Hasta 1996, la creencia de la imposibilidad de conciliar tasas de paro por debajo del 6 por ciento con crecimiento económico sin inflación estuvo fuertemente arraigada en los medios académicos y profesionales; pero la tasa de paro cayó un mes tras otro sin que aparecieran síntomas de tensiones inflacionistas.



Cada nuevo dato fue analizado con lupa bajo la atenta mirada de la Reserva Federal, temiendo que tarde o temprano se dispararían las señales de alarma del aumento de los precios.

Pero, al contrario, en el primer trimestre de 1999 la tasa de inflación se situó en un 1,5 por ciento, marcando un nivel desconocido desde hacía muchos años, al mismo tiempo que la tasa de paro siguió su línea de descenso.

La ruptura de una de las creencias más fuertemente arraigadas abrió el paso a un nuevo argumento en clave optimista, que se construyó en torno a evolución de la productividad. Hasta mediados de 1995 la productividad había sido uno de los grandes problemas de la economía de Estados Unidos y, por el contrario, en los años recientes, parecía erigirse como la pieza clave que permitía encajar el rompecabezas de crecimiento económico, reducción de paro y ausencia de tensiones inflacionistas. Sin embargo, también existían otras variables que ayudaban a explicar la contención de los precios, como la reducción de los precios del petróleo y otras materias primas, la fortaleza del dólar, la contención de los salarios reales, y la importancia de los beneficios obtenidos en el exterior que no entraban en colisión con los salarios domésticos, pero no fueron consideradas tan importantes como la productividad por los defensores del paradigma de la nueva economía.

Éste se construyó en la segunda mitad de la década de los noventa bajo los postulados de que era posible que la actividad económica disfrutase de crecimiento sostenido sin tensiones inflacionistas apoyadas en el aumento de la productividad y en la progresiva difusión de las nuevas tecnologías a todos los sectores.



La existencia de un mercado global competitivo aseguraba la reducción de los costos y el aumento de la eficiencia, mientras que la mayor flexibilidad del empleo favorecía la ausencia de tensiones inflacionistas. La Reserva Federal era una pieza importante en el nuevo paradigma, ya que se la suponía dotada de la sabiduría suficiente para realizar un ajuste fino del control de la inflación y de la actividad económica.

Dentro de la Reserva Federal, parecía que las tesis de la nueva economía iban aumentando su influencia. A pesar de la ambigüedad calculada de las declaraciones de su presidente, Alan Greenspan, la no elevación de los tipos de interés, en un contexto de fuerte crecimiento económico y con la tasa de paro en mínimos históricos, era interpretada como un cierto respaldo a las nuevas ideas. Sin embargo, en el segundo semestre de 1999, la Reserva Federal inició una política de aumento escalonado de los tipos de interés que parecía responder a un conjunto de factores, entre los que destacan el ligero repunte de la inflación, el registro de nuevos mínimos en la tasa de paro, el cambio de la tendencia de los precios del petróleo, la preocupación por las fuertes revalorizaciones bursátiles y las dudas sobre el mantenimiento a largo plazo de los aumentos de productividad.

El periodo de mayor auge de los valores bursátiles tradicionales hay que situarlo en la etapa 1995-98; posteriormente, el relevo fue tomado por las acciones de la nueva economía. El mantenimiento del ritmo de crecimiento económico iniciado a comienzos de los noventa comenzó a alimentar la idea de un posible largo periodo de estabilidad sin ciclos y con una tasa de inflación controlada.



Además, los tipos de interés alcanzaron mínimos históricos y empujaron a muchos inversores a las acciones. Según datos de la Reserva Federal, el porcentaje de las acciones dentro del patrimonio financiero bruto de las familias pasó de un 32 por ciento en 1989 a un 49 por ciento en 1998. La fuerte revalorización de los activos fue la base de un efecto riqueza que influyó sobre las demandas de consumo e inversión. Un mayor consumo se financiaba mediante los ingresos adicionales obtenidos por la realización de beneficios y también por el endeudamiento, garantizado tanto por las realizaciones futuras como por el mayor valor del propio patrimonio.

Las empresas obtuvieron con facilidad financiación directa en los mercados de capitales, y, en la medida que aumentaba la cotización de sus acciones, así mejoraba el valor de sus activos.

Aunque se han dedicado muchos esfuerzos a medir el efecto riqueza, los resultados no son concluyentes, debido, entre otras cosas, a la dificultad de contar con la información muestral adecuada; sin embargo, parece una conjetura razonable para explicar parte del alto ritmo de crecimiento del consumo que se mantuvo en el período.

Las diferentes crisis que tuvieron lugar durante la década terminaron finalmente reforzando la posición hegemónica de las bolsas estadounidenses. La caída de la bolsa de Tokio (importante competidora de las bolsas de Estados Unidos) fue, sin duda, un elemento favorable, y los restantes episodios reforzaron en general las corrientes de inversión hacía el dólar y los valores seguros.





El momento más delicado se vivió durante el episodio del Long-Term Capital Management, ya que se trataba de un problema que había surgido en el interior del sistema. El impacto sobre las cotizaciones fue intenso, pero a los cuatro meses los precios recuperaron los niveles anteriores a la crisis.

### Los valores tecnológicos

El comportamiento de los valores tecnológicos requiere una mención especial; desde mediados de los años noventa, las rentabilidades de los valores tecnológicos se situaron a la cabeza de los rendimientos bursátiles.

Es posible observar cómo desde finales de 1998 los precios de las acciones de las empresas tecnológicas aceleraron su ritmo de crecimiento, y el índice Nasdaq 100 se despegó del Standar & Poor's. El último tramo es casi vertical, con rentabilidades anuales situadas cerca del 100 %.

En los años 1998 y 1999, las salidas a bolsa adquirieron un ritmo trepidante, y los precios de colocación en el mercado superaban con creces cualquier cálculo previo, por optimista que éste hubiera sido. Esta fiebre se extendió por el resto de las principales bolsas, y las empresas tradicionales realizaron esfuerzos denodados para vestirse con la marca de moda (Internet), segregando actividades con la única obsesión de que resaltara cualquier cuestión relacionada con el mundo virtual.



La valoración de muchas de las empresas que salieron a bolsa, y también de las que ya estaban cotizando, presentaba grandes dificultades. Los precios de las acciones pueden entenderse como el resultado de un proceso de valoración realizado por los agentes fundamentalistas; es decir, aquéllos que se rigen por el criterio de la existencia de un precio «justo» o «racional» para cada activo financiero. La obtención de dicho precio no es tarea fácil, ya que es el resultado de tres submodelos con su carga específica de dificultad.

El primer modelo incorpora las expectativas sobre el crecimiento económico futuro y sus diferentes elementos, tales como inflación, tipos de interés, crecimiento de la inversión, crecimiento del consumo, crecimiento de la productividad y sector exterior. Este primer submodelo a veces se omite, suponiendo en cierta medida que las tendencias del momento se vana mantener, pero cualquier análisis fundamental del precio de una acción incluye (explícita o implícitamente) la proyección hacia el futuro de las variables macroeconómicas más importantes.

En segundo lugar, la valoración fundamental realiza la proyección de los dividendos futuros para un largo horizonte. En condiciones normales, éste es un ejercicio de gran dificultad. Cuando, además, se trata de empresas sin historia que han sido a veces creadas para lanzarlas a bolsa, o con unos pocos años de funcionamiento (lo que favorece la obtención de tasas de crecimiento espectaculares pero en muchos casos sin beneficios), la estimación de los dividendos futuros con la precisión requerida es una tarea imposible.



En tercer lugar, está la evaluación de la prima de riesgo específica de la empresa cuya acción se está valorando. La prima de riesgo tiene una estrecha relación con la estimación de la volatilidad de los beneficios y los parámetros de solvencia y liquidez de la acción. En los mercados crediticios, las primas de riesgo asignadas a empresas que están en pérdidas o son de nueva creación son habitualmente muy altas, tanto que en muchas ocasiones son consideradas por las entidades financieras como empresas no financiables.

Después de poner el acento en las dificultades evidentes que tiene el empeño, conviene matizar que lo que resulta operativo no son tanto los valores absolutos atribuidos a las variables analizadas, como los cambios en la estimación de esas variables (y con ellos del precio de la acción) que se difunden entre los inversores acerca de la sobrevaloración o infravaloración de los activos analizados.

La aproximación fundamental para valorar el precio de muchas de las acciones de Internet y de las nuevas tecnologías carece de la información más elemental, debido a que se trata en muchos casos de empresas de reciente creación (muchas en pérdidas), que basan su viabilidad futura en hipótesis sobre cambios profundos en los comportamientos de la población y las empresas.

La ausencia, en muchos casos, del principal input del modelo (los beneficios) impide la aplicación de los métodos tradicionales de valoración, y ha incentivado la búsqueda de métodos de valoración alternativos. Los nuevos métodos de valoración utilizan las variables que son observables, e intentan un ejercicio de analogía con otras empresas.



Las variables más utilizadas son los ingresos por ventas, los visitantes únicos por unidad de tiempo, el número de páginas vistas, los suscriptores y usuarios registrados, los resultados de explotación antes de amortizaciones, intereses e impuestos, la relación entre los ingresos y los costos de e-marketing, los costos de adquisición de clientes y las ventas por empleado. Otro método para la obtención de un precio fundamental de las empresas de Internet se apoya en la teoría de opciones reales, que es una aplicación de los métodos de la teoría de opciones a los problemas de valoración de inversiones en activos reales.

Los procedimientos anteriores están lejos de proporcionar resultados precisos, fundamentalmente por dos motivos: no existe ninguna teoría que establezca relaciones sólidas entre los ratios y variables citadas y los beneficios futuros de la empresa, y, en el caso de la teoría de opciones reales, se trata más de un marco conceptual que de un modelo de valoración, ya que falta la necesaria estabilidad en los datos para que la estimación de los parámetros del modelo no sea un mero ejercicio de subjetivismo.

En ese colectivo llamado «empresas de Internet» coexisten empresas con muy diversas actividades y resultados económicos: proveedores de servicios de Internet, infraestructuras, empresas de comercio electrónico, servicios de comunicación, software de Internet, servicios de datos, portales financieros, salud, noticias, juegos y otros. Empresas que ya tienen sólidos beneficios y cuentan con una amplia base de clientes se mezclan con empresas que son simples promesas.



“Las crisis financieras repetidas no son patologías misteriosas que afectan a una economía mundial con buena salud, al contrario, (...), la existencia de contradicciones que hunden sus raíces en los propios cimientos del sistema económico y que la liberalización y la desregulación han agravado todavía más”.

La inestabilidad que caracteriza las corrientes internacionales de capital y que se ha manifestado en las últimas décadas es inherente al funcionamiento de la dimensión financiera de la economía transnacional, como lo atestigua la historia económica y la extensa literatura sobre fallas de mercado asociadas a problemas de información. Este escenario pone de relieve la insuficiencia en la coordinación macroeconómica entre las naciones más influyentes y la ausencia de instituciones internacionales apropiadas para manejar un mercado financiero sofisticado e inestable. La cuestión clave para la globalización financiera y sus resultados, se resume en: la intrínseca incompatibilidad entre la estabilidad del tipo de cambio, la movilidad de capitales y la autonomía de las políticas nacionales.

La integración de los mercados financieros facilita la opción de la fuga de capitales, imponiéndole un rígido trade-off al gobierno. La autonomía de la política nacional se preserva sólo si se abandona un cierto grado de credibilidad del tipo de cambio, con todos los riesgos concomitantes de volatilidad.

Se puede mantener un objetivo independiente del tipo de cambio sólo si se conserva confianza de los inversores internacionales, al costo de un menor control sobre el desempeño económico doméstico.



## Creación y operación del sistema de blindaje financiero

Se intentan paliar estas situaciones financieras internacionales críticas con medidas como las del blindaje. El creciente endeudamiento internacional de los tigres asiáticos, su falta de capacidad de devolución de divisas, la sobreinversión en algunos sectores, la pérdida de confianza en la capacidad de pago; llevaron a lo que a partir de ese momento comenzó a denominarse como blindaje.

Esta sucesión de ayudas económicas que se dio desde julio de 1997 a las economías de la región, llevó al FMI en diciembre de ese mismo año a aprobar un nuevo tipo de préstamos "Servicio Complementario de Reserva (SCR)", Corea fue el primer país en recibir este tipo de préstamo. Todos estos países fueron ayudados por el FMI, pero es a partir de Corea, que lo que hoy es conocido como blindaje recibe su nombre. A partir del caso coreano, todos los tipos de ayuda comúnmente denominados blindaje, entraron para el FMI dentro de la categoría de SCR. La denominación técnica es SCR, la denominación coloquial, sobre todo de la prensa, es blindaje. El SCR, según la definición del FMI, es una ayuda para países con necesidades financieras de "gran escala", resultante de la pérdida súbita y perturbadora de la confianza de los mercados.

En este orden de ideas, "lo que se denomina blindaje, en términos más militares que económicos, vendría a ser una coraza de protección financiera otorgada por organismos financieros internacionales, gobiernos extranjeros, e instituciones privadas externas y locales, con el objeto de evitar una crisis financiera como las que se produjeron en México, el sudeste asiático, Rusia y Brasil".



Una cuestión a tener en cuenta es que blindar algo, como su definición lo indica, es construir una defensa por uno mismo. Lo que en cierta medida implica por sus propios medios. En estos casos, ésta defensa no puede ser construida por el país debido a su vulnerabilidad, por ello se recurre al FMI.

Después del rescate de las economías de la región de Asia, en julio de 1998, el FMI anunció una "asistencia financiera" a favor de Rusia para respaldar su programa económico.

Rusia se vio obligada a devaluar su moneda, la economía rusa se desplomó en un 7,3 % y desde entonces la fuga de capitales no se ha detenido. Según "The Economist" por la fuga de capitales en la última década salieron de Rusia 100 mil millones de dólares.

En Rusia se observó claramente la acción del "Capitalismo Salvaje". Una vez caída la URSS, la manera más eficaz de acumular capital privado desde un punto de partida cercano a cero fue mediante la apropiación de los activos del Estado por diferentes medios y por mecanismos que más de una vez actuaron en el contexto de una situación de casi anarquía.

Rusia es el país de las dos transiciones. La primera transición que se dio del capitalismo al comunismo en 1917. Y la segunda que se dio en el período 1989 – 1992, del comunismo al capitalismo.



Estas dos razones: la acción del Capitalismo Salvaje, y el país de las dos transiciones, nos dan sustento para sostener que la situación rusa no es comparable con la de las economías que se estudian en este trabajo.

En 1998 con el retroceso económico del S.E. Asiático y el default o cesación de pagos ruso, las tasas de interés habían trepado para los países emergentes y en especial para Brasil que entró en recesión.

Y así comenzó una persistente salida de capital, lo que se reflejó en las pérdidas de reservas internacionales. Ante ésta situación, Brasil fue ayudado con 41.600 millones de dólares por el FMI, el BM y el tesoro de distintos países miembros de la OCDE. A pesar de la ayuda y el expreso anuncio de que era para sostener el valor del real, 40 días después el gobierno tuvo que dejar flotar su moneda.

En 1999, Turquía solicitó ayuda del FMI y del BM para impulsar un "Plan de Austeridad". Ambas instituciones aportaron 4,000 millones de dólares cada una, pero en dos semanas, un banco de porte medio entró en dificultades y cundió el pánico, como resultado Turquía perdió 7,000 millones de dólares, la tercera parte de las Reservas del Banco Central turco. El FMI tuvo que anunciar un préstamo adicional de 7,500 millones. No obstante el intento de estabilización, Turquía se vio obligada a devaluar.





### 2.2.2 ASPECTO SOCIAL.

En la conceptualización general del desarrollo, una idea que resulta indiscutible es la afirmación de que cualquier economía, las bases para la generación de la riqueza y el bienestar material de la población están determinadas por el capital humano, la acumulación de capital físico y el progreso científico-tecnológico.

En particular, tratándose del primer factor, como medio para alcanzar un crecimiento y desarrollo económico sostenible, algunas opiniones se inclinan en el sentido de que el capital humano es una condición necesaria más no suficiente para lograrlo, ya que para ello es indispensable que encuentre su grado óptimo de ocupación en el mercado.

En el concepto más amplio de capital humano, se asume teóricamente que éste correspondería a la dotación de capacidades que nos encontramos en cada una de las personas, y de que esas capacidades son una forma de capital, las cuales se asocian fundamentalmente con los niveles de instrucción y de salud de la población, independientemente de sus resultados económicos.

En la experiencia internacional, sobre la base de los indicadores de desarrollo humano (IDH) del programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), los mismos índices muestran, en no pocos países, altas calificaciones en términos de IDH y una baja posición en términos de desarrollo económico.



Esto evidencia que una alta dotación de capital humano no ha sido siempre una garantía para el éxito económico y social de las políticas de desarrollo de las naciones. Los argumentos de tales explicaciones van en el sentido de que los incentivos para la inversión en capital humano, tanto de las personas como de los países, estarían en función del mercado, en tanto que los costos de oportunidad y las condiciones mismas del mercado determinen los beneficios óptimos de la inversión presente o futura en la formación del capital humano.

Visto de esta manera, resultaría explicable que el mercado en algún momento discrimina en función de las características que presente el capital humano, ya que a diferentes grados del progreso tecnológico exigirá diferentes destrezas, habilidades, conocimientos y capacidades laborales.

Lo que una vez cumplido y asociado a las mejores condiciones de salud de las personas, sería la garantía para mejorar la eficiencia en el trabajo, la productividad y, por consiguiente, un impulso al crecimiento económico.

En resumen, ésta sería la vía que haga posible que las mejores capacidades se traduzcan en, mayores ingresos de las personas, y por el lado del progreso económico, un mayor crecimiento del producto. Lo anterior sin dejar de considerar que ante un cambio tecnológico las personas procuren incrementar sus ingresos de manera constante y progresiva, a partir de una adaptación de sus capacidades a los ciclos tecnológicos de la economía.



Dentro de este contexto de acumulación de capital humano y de su justa ubicación a las condiciones de mercado, al Estado, bajo esta concepción se le asignarían varios papeles. En primer lugar, para favorecer las condiciones de empleo del capital humano, realizar la provisión de los bienes públicos en materia de educación y salud, para que todas las personas accedan a estos servicios sociales fundamentales, de acuerdo al nivel de desarrollo tecnológico alcanzado en las economías.

En segundo lugar, para favorecer un funcionamiento eficiente del mercado de trabajo, facilitar el acceso a las oportunidades de empleo, reduciendo los obstáculos para la movilidad geográfica de las personas y creando las condiciones para que la productividad del trabajador se traduzca en una mejoría en los ingresos personales.

Asimismo, en el caso de los países emergentes, por las condiciones mismas de desigualdad inicial de oportunidades de la población más pobre, a fin de poder acceder a la formación de capital humano, se daría un papel relevante a instrumentar una política social activa e integral que permita eliminar gradualmente las desventajas iniciales de los más pobres.

Noruega es uno de los líderes mundiales en transparencia: la corrupción en ese país es casi inexistente. No obstante, la legislación anticorrupción es mínima. La explicación reside en los valores sociales predominantes. Una persona corrupta sería excluida por su familia, sus vecinos y por los círculos sociales que frecuenta. Finlandia tiene la tasa de presos más baja de Europa y al mismo tiempo el menor número de policías per cápita del continente europeo.



La prevención de la criminalidad se encuentra en la cultura de valores, en el acceso a las oportunidades y en el sistema de “prisiones abiertas” (prisiones centradas en la re-educación) que efectivamente rehabilita.

Al igual que los países nórdicos y otras naciones líderes en lo económico-social, Holanda y Canadá tienen altos niveles de equidad en la distribución del ingreso y acceso universal a educación y salud.

En las culturas de todos estos países predomina una actitud de rechazo a las grandes desigualdades y de apoyo a la equidad y a la igualdad de oportunidades. Su éxito tiene raíces en su capital social.

El concepto de capital social es un nuevo hallazgo de las ciencias del desarrollo; abarca por lo menos cuatro dimensiones; los valores éticos dominantes en una sociedad, su capacidad de asociatividad, el grado de confianza entre sus miembros y la conciencia cívica. Cuanto más capital social, más crecimiento económico sostenible, menos crimen, mejor salud pública, mejor gobernabilidad democrática. Los resultados de las mediciones econométricas son contundentes.

El concepto de capital social no pretende reemplazar la importancia de los factores macroeconómicos en el desarrollo, sino que sugiere que deben agregarse a ellos estas dimensiones. La visión reduccionista y simplista del mercado es una visión estrecha y conduce a políticas ineficientes.



El Premio Nobel de Economía Amartya Sen destaca: "Los valores éticos de los empresarios y los profesionales de un país (y otros actores sociales clave) son parte de sus recursos productivos."

Si éstos se orientan en favor de la inversión, la honestidad, el progreso tecnológico, la inclusión social, serán verdaderos activos para el desarrollo; si, en cambio, predominan la ganancia rápida y fácil, la corrupción, la falta de escrúpulos lo obstaculizarán, la idea del capital social ha sido acogida hoy por los principales organismos internacionales. El Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y las Naciones Unidas, entre otros, han creado áreas dedicadas a impulsarlo.

Según datos de la Reserva Federal, la población de EEUU en su conjunto, menos del 5% del total mundial, acapara el 26% del total mundial de la producción de bienes y servicios. Pero de ellos, el 1% de las familias más ricas, 834.000 familias, acaparaban en 1989 el 37% del patrimonio neto de los EEUU, 5,7 billones de dólares. Sin embargo, 83 millones de familias norteamericanas restantes, el 90% del total de familias, sumaban en su conjunto menos patrimonio neto que esas 834.000 familias mencionadas, o sea 4,8 billones de dólares frente a los 5,7 billones citados.

En 1989, el 10% de las familias más ricas acapararon el 69% de la riqueza neta de los EEUU. En Brasil, tan sólo veinte grandes terratenientes controlan veinte millones de hectáreas, más tierra que tres millones de pequeños propietarios que sólo acumulan 19 millones de hectáreas. El 1% de los dueños de tierra acapara la propiedad del 45% de las tierras del país y las multinacionales ocupan otro 34%.



De forma que más del 98% de los propietarios de tierras no suman más que la quinta parte de ellas. LA FAO, el 18 de octubre de 1990, anunció que más de 52 millones de brasileños, más de dos de cada cinco, estaban hambrientos. Los que no comen lo suficiente suman setenta millones; los pobres son cien millones, entre los cuales treinta millones padecen una miseria extrema. El enanismo afecta ya a la cuarta parte de las personas en Brasil.

Según las Naciones Unidas, en 1980 el 36% de los 240 millones de latinoamericanos estaban debajo del límite de pobreza mientras que en 1990 los pobres eran ya el 60%. En enero de 1989 en el 40% de los hogares del continente se vive alguno de los grados de la escala de desnutrición. El 44% de la fuerza laboral se encuentra sin trabajo o subempleada. El 68% de los habitantes se aloja en viviendas inadecuadas. Entre 82 y 100 millones de habitantes viven en fabelas, campamentos, poblaciones... en condiciones de hacinamiento, insalubridad y desamparo social.

Según datos de la Comisión Económica para América Latina, en 1989 el producto por habitante es un 8% inferior al alcanzado a comienzos de los 80. La inversión total se contrajo en un 20% y la capacidad productiva en un 15%. De 1980 a 1990 el salario promedio real se redujo en un 40%.

Sin embargo, sólo entre 1982 y 1988 desde América Latina se efectuó una transferencia neta de recursos financieros equivalente a 178.700 millones de dólares. A pesar de ello, en el mismo período, la deuda externa de esta región ascendió de 331.000 millones a 401.000 millones de dólares.



Esto ha supuesto que la renta per cápita en los últimos diez años haya disminuido en un 30%. El Banco Mundial reconocía que la mitad de la población de esta zona, el 49,7% está por debajo del umbral de pobreza.

En la República Sudafricana, que es el único Estado africano que figura entre los 36 países del mundo con mayor PNB, había en enero de 1.993 18 millones de habitantes, el 45% del total, por debajo del nivel de subsistencia.

Más de 150 millones de africanos sufren diversos grados de desnutrición, entre ellos sesenta millones son niños menores de cinco años a los que si esa desnutrición no les mata, les mutilará para siempre el desarrollo físico y mental. Un millón de africanos murió de hambre sólo en Etiopía, Somalia y Sudán en la segunda mitad de 1991.

En una América Latina con un enorme potencial, pero agobiada por gravísimos problemas sociales, debería prestarse mucho más atención a estos factores. La UNICEF indica que anualmente mueren en la región 500 mil niños por causas previsibles, y más de 95 millones son pobres. En México, 40 por ciento de la población vive por debajo de la línea de la pobreza.

Está entre los países con mayor desigualdad en la distribución de ingreso en el mundo: 10 por ciento de los más privilegiados abarca 41 por ciento del consumo nacional, mientras que el 10 por ciento más pobre sólo consume 1.6 por ciento.



Entre las causas de que países potencialmente tan ricos como México y otros de Latinoamérica tengan tanta pobreza, se coincide hoy en destacar el déficit ético y los patrones de iniquidad que imperan en ella. Hoy se sabe que las elevadas desigualdades son uno de los mayores obstáculos para el progreso económico y social.

Promover la movilización de capital social puede ayudar en gran medida. Este se expresa en formas muy concretas que es necesario fortalecer y que pueden desempeñar un papel muy importante en el desarrollo. Una de ellas es el trabajo voluntario, de alta relevancia en países avanzados.

Otra manifestación del capital social es la responsabilidad social empresarial. En Estados Unidos la presión pública en ese sentido va en aumento y ha surgido el intento de crear, junto con los indicadores de calidad usuales, un ISO de calidad social que permita a los inversionistas elegir empresas que la practiquen.

En Francia, los fondos éticos se difunden crecientemente y la Asociación Cristiana Ética de Inversiones pide apoyar a empresas que se destaquen en valores como los derechos humanos, el respeto y desarrollo de la persona e inversiones constructivas en países en desarrollo.

Otras expresiones del capital social son el aumento de la participación ciudadana y el fortalecimiento de las organizaciones de los menos favorecidos, como lo sugiere el Informe sobre Desarrollo del Banco Mundial Voces de los Pobres, que pide invertir en ellas, abriéndoles oportunidades productivas y ayudándolas a capacitarse.





Una combinación entre políticas públicas con rostro humano. Bien gerenciadas, que garanticen a toda la población, como corresponde en una sociedad democrática, el derecho a la alimentación, la salud, la educación y el trabajo, y un capital social movilizado que las complementa, puede desencadenar círculos virtuosos en el país y la región.

¿Puede hacerse? Los escépticos suelen afirmar que el contrato social está deshecho en nuestras sociedades. Sin embargo, cuando se observa la gran explosión de conductas solidarias en América Latina (por ejemplo, el impresionante aumento espontáneo de voluntarios y redes que ayudan en Argentina hoy) y el reclamo generalizado por valores éticos, puede afirmarse que lo más importante –el respeto en las bases de la sociedad del mandato bíblico, de que somos responsables los unos por los otros y de que la indiferencia frente al sufrimiento ajeno es indigna - está bien establecido. El desarrollo de este mandato y del capital social permitiría avanzar en la construcción de una sociedad de calidad humana.



### 2.2.3 ASPECTO ECONOMICO.

#### Economías emergentes una visión global de los datos

El capitalismo ha concentrado la riqueza en un puñado de grandes potencias, y dentro de éstas en una pequeña minoría. Para comprender lo que está pasando con la economía mundial merece la pena que observemos el fenómeno globalmente, en su conjunto y analicemos cómo ha evolucionado.

Marx y Engels anticiparon genialmente en el Manifiesto Comunista, escrito en 1848, el proceso imparable de concentración del capital: "Merced al rápido perfeccionamiento de los instrumentos de producción y al constante progreso de los medios de comunicación, la burguesía arrastra a la corriente de la civilización a todas las naciones, hasta a las más bárbaras, los bajos precios de sus mercancías constituyen la artillería pesada que derrumba todas las murallas de China... La burguesía suprime cada vez más el fraccionamiento de los medios de producción, de la propiedad y de la población.

Ha aglomerado la población, centralizado los medios de producción y concentrado la propiedad en manos de unos pocos". Y como Marx y Engels previeron, el capitalismo que implicaba progreso, se ha transformado en el devenir del tiempo en su contrario. Si de la barbarie surgió la civilización, actualmente vivimos una época de crisis orgánica del capitalismo a nivel mundial.



El capitalismo es hoy un freno absoluto en el desarrollo de las fuerzas productivas. Para sobrevivir, esto es, para seguir incrementando el capital, destruye los elementos característicos de civilización en los países avanzados, el llamado "Estado del Bienestar": sanidad pública, educación, pensiones, subsidio de desempleo, derechos sociales que fueron conquistas de la lucha de la clase obrera y que están ahora en el punto de mira del capitalismo en un país tras otro.

La distribución de riqueza en el mundo está experimentando un proceso de concentración cada vez en menos manos. Un estudio de Paul Bairoch, que para comparar las cifras las ha equiparado a dólares del año 1960, aporta los siguientes datos:

- En 1860 el PNB del Norte era de 115.000 millones de dólares, el 41%, frente a los 165.000 millones de dólares del Sur, el 59%.
- En 1900 el PNB del Norte era de 290.000 millones de dólares, el 61%, frente a los 188.000 millones de dólares del Sur, el 39%.
- En 1976 el PNB del Norte era de unos tres billones de dólares, el 75% frente a un billón del Sur, el 25%.
- En 1988 el PNB del Norte era de 15,6 billones de dólares, el 83% frente a los 2,8 billones del Sur, el 17%.
- En esta última fecha había en el mundo 5.103 millones de personas. De ellas, en el Norte vivían 1.184 millones un 23% que acaparaban el 83% de la riqueza y en el Sur vivían 3.919 millones, el 77% que malvivían con el 17% del PIB mundial.



Sin embargo, los datos distribuidos geográficamente esconden una realidad mucho más dura para las clases más desfavorecidas tanto en el Norte como en el Sur.

Así, en la actualidad, de 5.500 millones de habitantes:

- 4.000 millones viven en condiciones de sufrimiento alto o extremo.
- 2.300 millones viven en malas condiciones higiénicas.
- 2.000 millones sufren carencia de vitaminas que da lugar a enfermedades asociadas como ceguera, retraso mental etc.
- 1.800 millones carecen de saneamiento adecuado.
- 1.500 millones carecen de servicios médicos.
- 1.300 millones no tienen acceso a agua potable.

Esta situación tiende a agravarse a pasos agigantados tras la caída del estalinismo. Con el dominio del capitalismo en todo el planeta la concentración de capital se ha disparado. En la actualidad 500 multinacionales controlan el 90% del comercio mundial.

"Parece bastante claro que parte del entusiasmo por invertir en países en vías de desarrollo en la primera parte de los años 90 fue una fiebre especulativa típica. Una modesta recuperación en las perspectivas económicas respecto a los lúgubres años 80 hizo que los pocos inversores que habían estado dispuestos a poner dinero en los mercados inversores del tercer mundo, obtuvieran grandes incrementos de capital. Su éxito hizo que otros inversores se sumaran a ellos, con lo cual los precios subieron aún más" (Le Monde Diplomatique).



Los países en desarrollo, a pesar de haber pagado en la década de los 80 el equivalente al total de la deuda que tenían entonces, son cada vez más dependientes del capital financiero internacional. Así, si en 1973 su deuda en porcentaje del PIB (Producto Interior Bruto) representaba el 48%, en 1988 era el 58%, en 1994 el 70% y en 1995 el 74%. Venezuela por ejemplo dedica el 62% de su PIB para pagar el servicio de su deuda externa y Filipinas el 59%.

Esta dependencia que lejos de disminuir se agrava cada vez más les ata de pies y manos a la hora de tomar cualquier decisión para intentar sanear sus maltrechas economías. El imperialismo les obliga a privatizar su sector público, a rebajar sus aranceles, a permitir la libre circulación de capitales posibilitando la repatriación de los beneficios de los especuladores y a destruir cualquier atisbo de "estado de bienestar" y las conquistas de los trabajadores.

Por su parte, los Gobiernos corruptos de estos países comparten y defienden esta política que también a ellos les reporta beneficios a costa de la miseria más espeluznante para las masas condenadas al hambre, el cólera y otras enfermedades endémicas. La recuperación económica en la mayor parte de los países de la Unión Europea y Japón está siendo más débil de lo inicialmente pronosticado por los analistas burgueses, se trata de una recuperación "sin alegría", con altas tasas de paro y ataques al nivel de vida de las masas y al llamado Estado del bienestar mediante recortes de los gastos sociales y una transferencia neta de recursos de las naciones más pobres a las más ricas, de las clases más pobres de la sociedad a las más ricas.



Las ilusiones en el desarrollo del capitalismo que pronosticaban los analistas burgueses tras la caída del estalinismo chocan con una realidad cada vez más cruda, y como se afirma en un artículo de Paul Krugman: "Si la realidad no es tan buena como el mito, la burbuja revienta".

Los Mercados Emergentes tienen mucho que agradecer a la flaquez de las economías tradicionales a la hora de dar una explicación a los ascensos que acumulan.

Según los analistas de firmas como Standard And Poor's, uno de los principales atractivos para invertir en este tipo de bolsas es el crecimiento medio anual del producto interior bruto de sus economías, en continua expansión y con un crecimiento medio que supera el 4,5% en los últimos tres años, sin embargo, muchos aún desconfían, especialmente de Asia, recelosos todavía por el ícubo de la crisis de 1997.

Los expertos también apuntan que los Mercados Emergentes son ahora receptores de inversión mucho más seguros que hace un par de años, especialmente por la competitividad en los índices de productividad de sus economías respecto a los de regiones más desarrolladas (muchas de las economías citadas se han consolidado como centros de producción de las economías desarrolladas), y la concentración de población que demandará servicios de sectores en pleno nacimiento, como las telecomunicaciones y la banca.



"cuatro mil millones de personas en un mercado global de seis mil millones de habitantes son el potencial de mercados emergentes".

Es útil tener en cuenta, cómo, desde los setenta, cuando emerge el mercado Japonés hasta la reciente incorporación de nuevos países a la Unión Europea, pasando por el surgimiento de mercados como China y la ebullición del mercado Hispano en los Estados Unidos se vuelven activos mercados ignorados.

Desde una perspectiva local, han emergido, significativamente, el mercado femenino, de las pymes, de los conos y, el futuro de los emergentes se compondrá entre otros, por el mercado infantil, el de provincias y el mercado de las pymes exportadoras.

"Los grandes crecimientos, vienen de nuevos clientes, en nuevos mercados"



## Los competidores en los Mercados Emergentes.

En los Mercados Emergentes globales, los primeros competidores son las transnacionales; quienes se lanzan a la conquista de una posición dominante. Localmente podemos apreciar cómo las cadenas de tiendas por departamento transnacionales, y los gigantes nacionales de supermercados, son los primeros en buscar una posición dominante, en el cono norte las estrategias de negocio están a la vista:

- ✓ Gran inversión en infraestructura.
- ✓ Marcas de alto valor.
- ✓ Carácter moderno del servicio.
- ✓ Promociones continuas al cliente.

Frente a estos competidores y al cambio de las expectativas de los clientes, los negocios de barrio, en los conos tendrán que:

- ♣ Construir alianzas estratégicas para crear frentes de competencia con beneficios tangibles e inmediatos para los clientes.
- ♣ Implementar una innovación continua, en el negocio y un plan de crecimiento horizontal.
- ♣ Capacitarse en gestión, para ganar productividad.





## Las características de los Mercados Emergentes.

Tener información de los clientes emergentes y usarla provechosamente para decidir las estrategias de negocio, es clave para el éxito en el mercado:

🍏 El segmento de adolescentes es un grupo de fuerte influencia en los mercados emergentes.

🍏 Los clientes emergentes no tienen naturaleza de fidelidad, en general son cazadores de oportunidades y adictos a la innovación.

🍏 Según las circunstancias cada cliente tiene varios perfiles de comportamiento de compra y consumo.

Durante los últimos años han estado de moda las llamadas "economías emergentes" refiriéndose a menos de una docena de países de América Latina (México, Argentina, Brasil, Chile) y del Sudeste asiático (China, Indonesia, Corea del Sur, Tailandia, Singapur, Taiwán,...) cuyos crecimientos económicos entre el 3,2% en el caso de México y el 11,5% en el de China durante el año 1994 supusieron un balón de oxígeno para la malograda economía de los países capitalistas avanzados y sobre todo, una fuente de ganancias espectacular para los inversores y especuladores. El crecimiento económico de estas llamadas economías emergentes" donde viven cerca de 1.700 millones de personas y principalmente China con 1,210 millones de habitantes creó ilusiones en la posibilidad de que estos países supusiesen un amplio mercado donde colocar los excedentes de mercancías y capitales de los países capitalistas avanzados.



Sin embargo, el "mercado" en términos burgueses no se mide por el número de cabezas ni por las necesidades insatisfechas, sino por la capacidad de consumir bienes de primera necesidad o de lujo por parte de las distintas clases de la sociedad, lo cual depende de su poder adquisitivo. Aplaudimos las inversiones en los países menos desarrollados en la medida que la afluencia de capitales posibilite la creación de nuevas industrias, infraestructuras, y por lo tanto contribuya a fortalecer a la clase trabajadora.

De estos 173.000 millones de dólares de inversión en 1994, sólo 78.000 millones o sea el 45% son inversión directa, inversión en crear activos de capital. El resto, o sea 93.000 millones de dólares, la parte más importante, es inversión especulativa que entra al país no para financiar la creación de nuevos activos, sino para comprar los que ya existen haciéndolos circular y sacando una plusvalía de ésta.

Este tipo de inversión especulativa que en los últimos años crece cada vez más alentada por la obtención de rápidos y grandes beneficios es un cáncer que lejos de crear riqueza la detrae a cambio de nada.

Por su parte la inversión productiva incrementa la demanda en primer lugar de bienes de equipo, infraestructuras etc. En este sentido, Mikey Kantor, representante personal de Bill Clinton para asuntos relacionados con el comercio exterior, calcula que, en los próximos diez años, China podría llegar a gastar 744.000 millones de dólares en proyectos de infraestructuras; Corea del Sur, 269.000 millones; e Indonesia, Filipinas y Malasia, en conjunto, podrían necesitar inversiones por otros 404.000 millones de dólares.



Esto representaría, de llevarse a cabo, un volumen de negocios suficientemente jugoso como para que las grandes potencias compitan fuertemente entre sí por alcanzar el mayor trozo de la tarta, sin embargo, lejos de lo que puedan parecer estas cifras, el tamaño de estas economías no es muy grande comparado con los 7 Grandes: China tiene un PIB de 452.000 millones de dólares y una renta per cápita de 370 dólares (es inferior al español con 490.000 millones de dólares y una renta per cápita de 12.500 dólares) Corea del Sur tiene un PIB de 430.000 millones de dólares y una renta per cápita de 9.600 dólares y el de Taiwán es de 267.000 millones de dólares de PIB y una renta per cápita de 12.620 dólares, compárese estas cifras con los 17.530.000 millones de dólares que suman los PIB de los seis países más ricos del mundo.

La inversión en la bolsa de los países emergentes sólo representa un 10% del total de las inversiones en bolsa en 1994. Si bien esa cifra ha subido del 4% que representaba en 1984, diez años antes, aún el grueso del movimiento de capitales y mercancías a nivel mundial se realiza entre los grandes países de la OCDE.

En EEUU, por ejemplo, el 95% de las acciones y el 97% de los bonos poseídos por los norteamericanos lo eran de su propio país. Los fondos de pensiones de los veinte países más ricos del mundo suman 6,725 billones de dólares de los cuales apenas un 1% ó 2% está invertido en los "mercados emergentes".



## Otras economías emergentes de las que apenas se habla

Sin embargo no todos pierden, algunos ganan cifras fabulosas: las auténticas economías emergentes son las de multimillonarios como Ted Turner de la CNN, Rupert Murdoch de News Corporation Limited, Bill Gates de Microsoft, Jeffrey Vinik, de Fidelity Investmentes, Larry Rong, de China Trust And International Investment, Robert Alíen de ATT George Soros y otras docenas de los auténticos dueños del mundo, ninguno de ellos han sometido sus proyectos al sufragio universal.

La democracia no está hecha para ellos, están por encima de esas interminables discusiones en las que conceptos como el bien público, el bienestar social, la libertad y la igualdad todavía tienen sentido.

No tienen tiempo que perder. Su dinero, sus productos y sus ideas atraviesan sin obstáculos las fronteras de un mercado mundializado.

Las corrientes de capital y su valoración en los mercados financieros libres se ven influidas tanto por las percepciones como por la realidad objetiva o, para decirlo quizás con más precisión, la percepción es la realidad.

El instinto de rebaño es fuerte. Sólo a posteriori se hace evidente haber apuntado demasiado alto o demasiado bajo, y los giros de 180 grados son, de modo típico, súbitos.



Esto siempre ha sido cierto. El potencial de inestabilidad resultante puede de ordinario aceptarse como un pequeño precio que hay que pagar por los beneficios inmensos que pueden brindar los mercados financieros amplios y activos. Eso es, por cierto, verdadero para las economías grandes y bien diversificadas, que tienen estructuras financieras sólidas. De modo típico, tienen la capacidad de reacción necesaria para capear la tormenta a costa de daños limitados y temporales.

La situación es más difícil en las economías en surgimiento. Por definición, estas economías y sus instituciones financieras son minúsculas en relación con el tamaño de los mercados internacionales. Para ponerlo en perspectiva, los sistemas bancarios íntegros de Tailandia, Indonesia o Malasia se comparan con un banco regional de buen tamaño de Estados Unidos.

Todo el producto nacional bruto de esos países es menor que los fondos que controlan las mayores instituciones financieras estadounidenses, entre ellas las grandes familias de fondos mutuos y otros inversionistas atrapados en intensa competencia para superar en actuación a sus competidores.



## Las Corrientes de Capital Acicatean la economía

No es necesario examinar en detalle el crecimiento enorme de la oferta de capital financiero o los cambios irreversibles de la tecnología que permiten que el dinero circule por el mundo de manera casi instantánea, a costos de transacción mucho menores.

Al mismo tiempo, la organización de los mercados al apartarse de los bancos comerciales tradicionales para dirigirse a una diversidad de instituciones más orientadas hacia las transacciones los ha hecho más impersonales y más fluidos. Uno de los resultados ha sido una capacidad y una determinación de llegar hasta inversiones más exóticas y de mayor rendimiento. Los sectores privados de las economías emergentes, con su fuerte potencial de crecimiento, se han convertido en blancos prioritarios.

En años recientes, estos países se han convertido a la filosofía básica de que los mercados de capital, y también de mercancías, más abiertos, apuntalarán el crecimiento. Una manifestación es su mayor disposición a aceptar la inversión directa. Su orientación de largo plazo y sus componentes tecnológico y gerencial han sido mutuamente beneficiosos. Pero ha habido también fuertes incentivos a aceptar y alentar el capital de valores en cartera, que rinde beneficios más indirectos a la economía y corre mayores riesgos potenciales. Y gran parte de esa inversión puede desplazarse con mucha rapidez - al menos hasta que una crisis cierre el mercado -.



Durante un tiempo, el proceso se refuerza a sí mismo. La corriente de dinero extranjero ayuda a acicatear la inversión, a fortalecer directa o indirectamente las capacidades exportadoras y a sostener tasas elevadas de crecimiento económico.

Al apoyar una tasa cambiaria fuerte, se contiene la inflación y se refuerza una sensación de estabilidad. Para los bancos y otras instituciones financieras locales, florecen las oportunidades de lograr beneficios, a medida que sirven de intermediarios de la corriente de fondos. Y el éxito aparente de los inversionistas tempranos alienta a otros a unirse a ellos, asignando fondos que, desde sus perspectivas individuales, pueden ser marginales.

El problema estriba en que lo que puede ser marginal para el creciente número de instituciones de inversión que disponen de dinero móvil puede, en conjunto, ser abrumador para el pequeño país que recibe el dinero.

Al recibir del extranjero con tanta libertad dinero disponible, los bancos prestarán de una manera emprendedora. Tarde o temprano es probable que la inversión exceda las necesidades y que los gobiernos o los inversionistas privados la asignen erróneamente.

En estas circunstancias, es casi inevitable una bonanza del mercado de bienes raíces y, cualquiera que sea el régimen cambiario en particular, la tasa de cambio real aumentará, con lo que socavarán la competitividad comercial. Tarde o temprano algún evento, interno o externo, político o económico, planteará interrogantes acerca de la sustentabilidad de todo en general.



Las corrientes de capital disminuirán o se detendrán. La tasa de cambio queda bajo presión, lo que induce una fuga de capitales. Las reservas se agotan, la tasa de cambio cae por debajo de lo que se pensaba era razonable, aumentan las fuerzas inflacionarias, las tasas de interés se duplican y vuelven a duplicarse, y es inminente una crisis.

En cierto sentido, el patrón es demasiado familiar. Pero hay una gran diferencia, en comparación con la mayoría de las experiencias previas, en los casos en que es posible rastrear los orígenes de la crisis hasta llegar a las políticas macroeconómicas irresponsables -- presupuestos indeterminados, expansión monetaria excesiva, una espiral de salarios/precios en ascenso --, la clase de cosas de que, en el pasado, se ocupaban típicamente los programas de rescate del Fondo Monetario Internacional (FMI). La situación actual es más complicada. Involucra interrogantes profundos acerca del funcionamiento del sistema financiero mundial, al igual que de la disciplina económica. Y se ha vuelto cada vez más claro que la simple provisión de cantidades crecientes de recursos financieros de corto plazo no puede asegurar una estrategia satisfactoria, por cierto que no, si no se ofrece a los acreedores un grado tal de seguridad que plantearía grandes interrogantes de peligro moral. El FMI y la comunidad financiera internacional han enfrentado, evidentemente, circunstancias difíciles que van más allá de la estrategia trillada de la disciplina macroeconómica y la provisión de crédito de corto plazo.

En tales circunstancias, es posible solidarizarse con la urgencia de ocuparse con decisión de los problemas de reforma interna. Pero esa estrategia tiene límites y encierra amenazas, tanto de percepción y de política como económicas.





Uno de esos límites es la extremada dificultad de cambiar hábitos gubernamentales y empresariales hondamente arraigados, que tienen sus orígenes en patrones culturales profundamente establecidos. De ordinario, se trata de un proceso lento y no puede haber seguridad alguna de que un cambio radical impuesto durante una crisis, no exacerbará la incertidumbre y la dislocación; las corridas contagiosas que cerraron de golpe algunos bancos Indonesios son un ejemplo que viene al caso. En la medida en que las "reformas" son, o parecen ser, impuestas desde el extranjero, aumenta el riesgo de una reacción contraproducente. Lo que es más importante en este contexto, es que tenemos que atender el hecho simple de que los países con bancos fuertes, gobiernos honrados y democráticos, sistemas de contabilidad relativamente transparentes y reguladores experimentados no han sido inmunes a las crisis bancarias. La lista de estos países es larga, e incluye a Estados Unidos.

### Las pequeñas economías y los mercados potencialmente inestables

Pero las economías pequeñas y abiertas son por naturaleza vulnerables a la inestabilidad potencial de los mercados de capital mundiales. La imagen de un vasto mar de capital líquido es apropiada, las grandes e inevitables tormentas que puede sortear sin peligro un gran trasatlántico como los EEUU, con seguridad harán que vuelque la más robusta canoa del Pacífico Sur. La defensa natural consiste en procurar el abrigo que ofrece un buque más grande, por naturaleza más diversificado y estable. En un esfuerzo heroico, Argentina ha adoptado efectivamente el dólar como moneda paralela, y sólo un banco privado de tamaño apreciable permanece exento de propiedad e intereses extranjeros substanciales.



En México, donde la resistencia a que los bancos sean propiedad de extranjeros fue un problema importante en las negociaciones del NAFTA (Acuerdo de Libre Comercio de América del Norte) hace apenas unos años, cuatro de los cinco bancos principales cuentan ahora con importante capital extranjero. Tailandia, que protegía firmemente a sus bancos y compañías financieras antes que estallara la crisis, ahora busca con afán la participación extranjera. En el otro lado del mundo, en Europa Oriental, los propietarios extranjeros de bancos se vuelven algo corriente.

En el mundo al margen de las finanzas no puede haber muchas dudas de que actúan fuerzas similares. Las firmas industriales y comerciales en problemas contemplarán favorablemente, como es natural, las inyecciones de capital procedente del extranjero, ya sea por medio de empresas conjuntas o mediante la venta lisa y llana. Sin duda, para las compañías internacionales grandes y diversificadas esto significa una oportunidad de compra.

Para plantear el punto de una manera más general, la lógica económica de vivir en un mundo de mercados de capital mundiales implica una integración mucho mayor, y la crisis alimenta forzosamente la tendencia existente. La contraparte obvia es una falta creciente de autoridad en cuanto a la administración de la economía, que se percibe fácilmente como una afrenta a la soberanía.

Ese potencial de resistencia política será tanto mayor si parece que los cambios los fuerzan no la lógica económica y la decisión nacional sino fuerzas externas que tienen su propio programa de trabajo.



Una cosa es segura. Si un país quiere participar en los mercados abiertos de mercancías y otros servicios, no puede, de modo factible, optar por salir de los mercados financieros mundiales. Hay tantas maneras de que fluyan los fondos, y tantos incentivos a darles un rodeo a los controles, que el aislamiento efectivo no puede lograrse sin sofocar el crecimiento.

### Equilibrio de Riesgos y Oportunidades

El escepticismo justificado acerca de la eficacia de los controles no quiere decir que sea necesario fruncir el ceño ante los esfuerzos más limitados para restringir las corrientes de moneda potencialmente "caliente". Algunos países, y Chile es el mejor ejemplo que viene al caso, han desarrollado técnicas para restringir esas corrientes que están, en términos generales, de acuerdo con la naturaleza básicamente deseable de estimular la prudencia en las prácticas bancarias.

La administración de la tasa de cambio es un asunto mucho más fundamental y difícil. Hasta no hace mucho, el uso de una tasa de cambio estable por parte de los países más pequeños y proclives a la inflación despertaba simpatías como un objetivo clave de política y una manera de asegurar las expectativas.

Luego de las crisis, ha aumentado la crítica en el sentido de que las tasas de cambio eran demasiado rígidas, que algo mucho más próximo a las tasas de flotación libre habría ayudado a protegerse de las corrientes de capital potencialmente inestables.



La realidad es que es probable que, dejadas a merced del mercado, las tasas de cambio de las economías pequeñas y abiertas sean proclives a fluctuaciones amplias y perturbadoras.

Esa es la razón por la que el instinto natural es buscar refugio manteniendo una relación estable con los socios comerciales cercanos o con una de las principales monedas del mundo. En el mundo industrializado, la expresión final de ese instinto es el impulso hacia una moneda común en Europa. Otra manifestación es el nuevo interés en las juntas monetarias, lo que implica aceptar la pérdida de la soberanía monetaria.

Mucho más comunes son las estrategias de concesiones mutuas que, de modo formal o informal, establecen un intervalo de valores en torno a una moneda de referencia o a una unidad monetaria compuesta. Bastantes países se han manejado con tales arreglos durante periodos considerables. Habrá, por supuesto, tensiones, dada la inestabilidad potencial de los mercados de capital y todas las presiones e incertidumbres que hay en las economías reales. Esto es tanto más cierto en Asia, donde los patrones comerciales y financieros están tan ampliamente dispersos entre América del Norte, Japón y Europa. La selección de una moneda a la cual anclarse no es obvia.

Esas dificultades se complican cuando las principales monedas del mundo son ellas mismas sumamente inestables en potencia. Un factor precipitante de la crisis asiática fue la gran depreciación del yen. Con su moneda débilmente vinculada al dólar, la posición competitiva de Tailandia se vio socavada aguda e inesperadamente. Pero la solución no es tan clara.



Con las fluctuaciones de la tasa yen/dólar en un intervalo del 50 por ciento en el periodo de uno o dos años, Tailandia, o cualquier país en situación similar, encara un dilema sin solución. Tanto Japón como Estados Unidos son mercados y fuentes de financiamiento importantes. Pero la estabilidad frente a una moneda implica inestabilidad potencial frente a la otra. Los intentos de partir la diferencia, aun si fueran factibles en la práctica, no pueden escapar a las distorsiones competitivas.

Uno de los pocos subproductos constructivos de la crisis asiática es que, finalmente, se plantean interrogantes en relación con el diseño o, para decirlo con más precisión, la falta de diseño del sistema de tasa de cambio.

Durante años, los "Tres Grandes" (Alemania, Japón y Estados Unidos) se han dado entre sí seguridades en cuanto a que la inestabilidad potencial recurrente entre sus tasas de cambio se resolvería o, de no ser así, eso no importaría mucho de todas maneras. Hoy, esos aires de despreocupación son difíciles de mantener.

### **Imperativos políticos y económicos**

En términos tanto analíticos como prácticos, es motivo de frustración ocuparse de los problemas sin precedente que padece el Asia en surgimiento. Las críticas e insatisfacción acerca de la función del FMI y los otros actores importantes de las finanzas internacionales han sido inevitables. El propio Fondo parece reconocer la necesidad de retroceder y evaluar con una mente fresca los retos que plantea el nuevo mundo de las finanzas mundiales.



El hecho es que se necesitan nuevas estrategias. Tampoco debería haber dudas acerca de lo que está en juego. Si, dentro de unos cuantos años, la turbulencia de los mercados socava de modo persistente y constante el crecimiento de los mercados emergentes, entonces aumentarán las tentaciones de rechazar la ideología de los mercados abiertos y el multilateralismo.

El tipo de regionalismo abierto, benigno que es característica de mucho del mundo comercial de hoy, podría volverse hacia adentro de manera maligna, con todo lo que eso implica en materia de conflicto político y de tensión económica.

Lisa y llanamente, Estados Unidos de América es el actor individual más influyente en todo esto.

El peligro radica en una cierta arrogancia, una tendencia, particularmente en el Congreso estadounidense, de retirarse del liderazgo económico mundial con la ilusión de que podemos confiar seguros en nuestra propia fuerza, tranquilizados por el desempeño de nuestra economía y los mercados financieros en rápida expansión.

Incluso Estados Unidos no es, y no puede serlo, una isla económica o política. El simple hecho es que necesitamos trabajar dentro de las organizaciones internacionales y a través de ellas organizaciones que en gran parte hemos creado, si queremos que prevalezca nuestra perspectiva de mercados abiertos y consenso político.



Hay otro imperativo. Dada nuestra insistencia en que las asediadas economías de Asia tomen medidas firmes para reformar sus propias economías, Estados Unidos debe reconocer la necesidad de mantener abiertos sus mercados. Eso redundaría en nuestro interés económico inmediato, al ayudar a mantener estabilidad de precios en medio de un crecimiento vigoroso. De modo más fundamental, Estados Unidos debe demostrar con sus propios actos que su defensa del comercio abierto es un compromiso perdurable, tanto para las buenas como para las malas épocas.

El imperialismo más atroz y descarnado preside los intercambios económicos y las relaciones internacionales y de la misma manera que se somete a las naciones más atrasadas del planeta por un puñado de grandes potencias se aplica esta misma política en el seno de cada país capitalista exprimiendo a las clases más desfavorecidas en beneficio de un pequeño puñado de magnates de la industria y las finanzas.

"Es incontestable que el mercado mundial, desde que dejó de ser una visión lejana y se convirtió en realidad global, fabrica cada año menos ganadores y más perdedores y eso no en el Tercer Mundo o el segundo, sino también los altos centros del capitalismo. Allá son países o continentes enteros los que se ven abandonados y excluidos de los intercambios; aquí son sectores cada vez más grandes de la población los que, en competencia cada día más grande por las calificaciones, no pueden seguir y caen".



Las recetas económicas que los gurús del capitalismo exigen a un país tras otro han sido definidas por Ignacio Ramonet, director de *Le Monde Diplomatique*, como "el pensamiento único" y consistirían en:

1. El mercado, corrector del capitalismo.
2. Los mercados financieros determinan qué política económica debe seguir cada país para atraer capitales.
3. Libre cambio sin límites.
4. Mundialización de la producción manufacturera y de los flujos financieros.
5. La división internacional del trabajo modera las demandas sindicales.
6. La desreglamentación de la economía.
7. Las privatizaciones.
8. La liberalización económica general.

Estas ideas que se nos presenta como producto de una situación nueva de "globalización" de la economía a la que cada país debe adaptarse son las recetas, viejas y rancias del "dejar hacer" del liberalismo burgués más atroz para el cual el capital debe gozar de una libertad sin límites para crecer y expandirse a nivel mundial concentrándose cada vez en menos manos y sumiendo a la mayoría de la humanidad en la barbarie a menos de que la clase trabajadora logre hacerse con los medios de producción construyendo una sociedad socialista. La lucha de los trabajadores en Francia es un anticipo de las grandes luchas del proletariado que veremos en el próximo período a escala planetaria.





Estos países (emergentes) tendrán que dirigir sus políticas a reducir su vulnerabilidad frente a la crisis. En la medida que uno tras otro, los mercados emergentes opten por encontrar soluciones de manera unilateral, no se podrá lograr un cambio en el sistema financiero internacional.

No todos los países que están bajo presión financiera internacional enfrentan una única y misma tipología de crisis, por lo tanto, las soluciones no son inequívocamente las mismas, pero esto no implica que no puedan ser conjuntas con el fin de mejorar el sistema en su totalidad.

Inclusive en algunos casos, ni siquiera existen las condiciones económicas objetivas que sirvan para justificar dicha presión internacional (salvo por la cuestión de tratarse de economías emergentes que han recibido importantes ingresos de capital, con diferentes formas de inversión, y que por ende están sujetas a los cambios en el sentimiento del mercado, si intentamos personificar una abstracción).

Los mercados financieros son intrínsecamente inestables dado que los mismos son pragmáticos, por lo tanto, necesitan supervisión y regulación. El carácter estructural de esta inestabilidad plantea la necesidad de una voluntad política para remediarlo.

Reconociendo que las relaciones económicas internacionales tienen su correlato en la política, tanto en el ámbito nacional como internacional, la respuesta a los períodos de crisis debe darse desde los dos planos.



Al tener presente esta realidad internacional, es que se plantea como necesidad desde lo financiero que estas economías nacionales den la respuesta interna para poder superar los períodos de crisis. Una respuesta sensata es poner fin a este liberalismo exacerbado, ahora bien, esto es algo casi imposible a nivel del estado-nación individual, para tal fin es necesaria la coordinación de las políticas macroeconómicas de los países emergentes.

El debate sobre "regulación y control" versus "liberalización y desregulación", originado por los interrogantes que se han abierto a propósito de la conveniencia o no de la flexibilización de los mercados financieros nacionales, ha llegado a los más importantes organismos multilaterales de las finanzas internacionales, en el caso del FMI y especialmente en el Banco Mundial.

Los estados deben empezar a intervenir en la economía, dado que dicho rol ha sido históricamente fuente de desarrollo, siendo funcional, a su vez, al sistema capitalista. Se sostiene que el sistema debe ser regulado y en ocasiones, espera ser regulado por la respuesta del Estado.

Una opción es que los estados actúen como válvulas, es decir, que permitan la entrada, pero que restrinjan la salida de los capitales. Si es necesario, se deben imponer controles sobre la circulación del capital financiero especulativo. Defender los intereses de los países subdesarrollados no pone en peligro el sistema, ni la circulación de capitales, por el contrario hace al sistema más estable.



Debemos plantearnos una pregunta, ¿con las ayudas extraordinarias a los países que tienen dificultades para cumplir con el pago de sus deudas, los organismos financieros internacionales rescatan a los deudores o a los acreedores?

Porque si bien el propósito del préstamo sería "ayudar" al país deudor no falta quienes opinan lo contrario, los rescatados serían los acreedores (bancos, fondos de inversión) que no asumen ningún riesgo cada vez que prestan porque saben que si el deudor no puede pagar, los organismos internacionales saldrán en su socorro y le prestarán los fondos para que puedan cumplir con el pago de la deuda. Se dice que estas ayudas tienen un "riesgo moral", lo que potencia la crisis que se quiere prevenir o desactivar.

Esos rescates incentivan la especulación contra el deudor más insolvente y eso les permite obtener ganancias extraordinarias a los grandes grupos financieros. Así, deudores y acreedores tienen incentivos para especular, y de esta manera aumenta la posibilidad de una crisis que termina pagada por los habitantes de los países endeudados. Cuando un país se endeuda internacionalmente su población siempre es la codeudora. Además los rescates no son gratuitos, y para recuperar lo que prestaron, los organismos financieros pasan a exigir más austeridad en lo que parece ser una carrera interminable.

La otra respuesta es a escala internacional. Algunos autores han acuñado el concepto de que existe una economía global, y que para mantener la estabilidad de la misma, debería crearse un sistema político de igual magnitud.



Por una parte hay que analizar, si verdaderamente existe una economía global, o bajo ese rótulo se intenta moldear las ideas de los funcionarios económicos y políticos de los países subdesarrollados para que adopten las decisiones que sean funcionales a los intereses de los países desarrollados. Los que están globalizados son los flujos de capital financiero, apoyados por la revolución en las telecomunicaciones, que le brindan el soporte para realizar transacciones financieras en cualquier parte del mundo que le asegure una alta tasa de rentabilidad en el menor tiempo posible.

Si bien a partir de la década del '70, con la formulación de la teoría de la interdependencia compleja, se puso en discusión al Estado como actor central de las relaciones internacionales, al incorporar a otras instituciones –corporaciones transnacionales, instituciones intergubernamentales, organizaciones no gubernamentales, etc.- que influyen sobre las acciones y toma de decisiones estatales, sigue siendo el Estado el principal actor dentro del sistema internacional.

Pero evidentemente, a pesar de las críticas que se le realizan al Estado en este mundo "globalizado", como el culpable de muchos de los males que aquejan a las economías nacionales –consenso de Washington-, sigue siendo el Estado el que formula las políticas, sociales, de desarrollo y exteriores para su sociedad.

Y es quien da las respuestas ante los ciudadanos que reclaman día a día por las consecuencias de la aplicación de políticas económicas impuestas desde los foros internacionales, cuyo impacto en el ámbito social demostraron ser profundamente inequitativas y excluyentes.



Evidentemente, las causas de las recurrentes crisis financieras de las denominadas economías emergentes, no tienen una unívoca causa, pero a su vez, como correlato de las mismas, se han formulado nuevas políticas desde los centros de decisión mundial para dar una respuesta que sea funcional a los principales actores del sistema financiero internacional, sin considerar las implicancias políticas, sociales y económicas que conllevan dichas acciones sobre las sociedades de los países emergentes.

Es indudable que se deben replantear muchas de las medidas que se formulan desde los países centrales a los efectos de crear un sistema financiero internacional mucho más estable y transparente, que regule el flujo de capitales especulativos de corto plazo para que los países subdesarrollados puedan prever una política económica que brinde las mayores garantías para el bienestar de sus ciudadanos, sin tener que recurrir a los constantes ajustes impuestos desde los organismos multilaterales de crédito, que no es otra cosa, que una enorme transferencia de recursos de la población hacia los acreedores de los países emergentes, que condiciona cualquier política redistributiva en la sociedad de los recursos del Estado, y condiciona un desarrollo económico equitativo.



### 3. HIPÓTESIS DE LA INVESTIGACIÓN.

Por hipótesis debemos entender la posible respuesta al problema planteado; es decir, la hipótesis contiene el objeto de la investigación, para su planteamiento se aplicará la misma técnica que utilizamos para el planteamiento del problema, la cual se realiza a través de variables; de acuerdo con lo anterior nuestra hipótesis quedaría planteada de la siguiente forma:

**Posiblemente la rentabilidad y riesgo nos permite considerar a los mercados emergentes como una opción altamente valorable de inversión.**

La hipótesis antes planteada, esta compuesta por dos variables, las cuales son:

V.I. Posiblemente la rentabilidad y riesgo nos permite considerar a

V.D. Los mercados emergentes como una opción altamente valorable de inversión.

#### 3.1 TIPO DE HIPÓTESIS PLANTEADA.

De acuerdo con las características de nuestra hipótesis, la cual nos muestra que la rentabilidad y riesgo nos permiten considerar a los mercados emergentes como una opción altamente valorable de inversión, podemos apreciar que es una hipótesis de tipo experimental, debido a que en ella buscamos una relación causa – efecto.



## 3.2 LOS INDICADORES DE LA INVESTIGACIÓN.

Una hipótesis debe hacerse investigable y a eso le llamamos operacionalización, esto se realiza a través de una técnica que de acuerdo con el método que hemos venido empleando corresponde a la técnica por indicadores.

En los pasos que continúan este trabajo, una de las técnicas fundamentales a utilizar es por indicadores. Cabe señalar que un indicador es una idea menor que forma parte de una idea mayor y un grupo de indicadores forma o constituye un paquete de instrucciones para la investigación; en otras palabras, para aplicar la técnica de indicadores es necesario descomponer nuestro objeto de la investigación, que para nuestro caso son la rentabilidad y riesgo de los mercados emergentes como una opción altamente valorable de inversión. Por lo anterior consideramos como apropiados a nuestra conveniencia los siguientes indicadores:

### 3.2.1 Entorno Económico.

### 3.2.2 Intercambio Comercial.

### 3.2.3 Fluctuación de Capitales.

### 3.2.4 Riesgo de Mercado.

### 3.2.5 Atractivo Económico.



## 4. TESIS PROPUESTA.

### 4.1 ENTORNO ECONÓMICO.

Muchas empresas están orientando sus estrategias hacia los Mercados Emergentes en donde existen importantes posibilidades de crecimiento y oportunidades de negocio. Sin embargo, en muchos casos es difícil encontrar información contrastada sobre como hacer negocios en estos mercados. Por ello, en las áreas de marketing internacional y estrategias de internacionalización, se dispone de una serie de unidades sobre los principales Mercados Emergentes (China, India, Rusia, México, Brasil,...)





## Análisis particularizado de las principales Economías Emergentes.

### México.

Aunque desde mucho tiempo antes de la firma del TLCAN se decía que si a los Estados Unidos de América le da fiebre a México le da pulmonía. Tras la vigencia de ese tratado se erigió el sector externo de esta economía, y no el mercado interno, como el motor indiscutible del crecimiento, lo que ha significado una liga aún más estrecha con las fases de auge-recesión de los ciclos económicos estadounidenses.

Hay diversas teorías para explicar los ciclos económicos capitalistas; una sostiene que son provocados por el manejo de la moneda y del crédito, los cuales, al crecer en exceso, causan un auge artificial que se convierte después en una crisis. Keynes demostró que en el mercado había imperfecciones, como incapacidad de consumo suficiente y un descenso de lo que llamó eficiencia marginal del capital, que es el rendimiento adicional esperado por una nueva inversión.

Según esos teóricos, con una adecuada distribución del ingreso se podía evitar la crisis; Keynes abundó en señalar que la inversión del Estado y el aumento de la proporción del ingreso dedicada al consumo, si se conjugan con tasa de interés inferiores a la eficiencia marginal del capital, podían controlar y hasta evitar las crisis.

Analizando el mismo fenómeno, Marx había descubierto que cada vez que se acelera el desarrollo capitalista, el rendimiento de las inversiones tiende a reducirse.



La causa se resume en que, a medida que la industria capitalista progresa, invierte más en máquinas y materias primas que en salarios, lo que significa que a medida que aumenta el capital, la proporción del valor agregado por el trabajo vivo, única fuente de plusvalía, es menor.

De todas maneras, casi todas las teorías de los ciclos económicos capitalistas coinciden en que a los periodos de auge en que crecen las inversiones y la producción, les sigue una recesión por la falta de compradores. Para Marx, la recuperación viene después de que se ha destruido el capital excedente mediante diversas formas, una de las cuales es la fusión-absorción de unas empresas por otras, como está ocurriendo en México y en todo el mundo.

En México persiste la falta de cultura financiera, tanto de las instituciones como de los particulares, pero estos últimos se resisten, o son muy tradicionalistas, a conocer otras formas de ahorro o crédito. A través de los años, las opciones de inversión han sido muchas en las Instituciones Bancarias, como Cuentas de Ahorro, Pagarés y Cetes (Certificados de la Tesorería).

Si hablamos de más dinero, existen las casas de bolsa, con toda la gama de instrumentos de inversión existentes; por ejemplo: Cetes, Acciones, Futuros, Opciones, entre otros. De manera más reciente, las Cajas de Ahorro, actualmente ya reguladas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (después de uno que otro "susto y disgusto" para los participantes de las mismas) se han convertido ya de manera poco más consolidada como una forma de ahorro atractiva e importante para el público inversionista y ahorrador.



Existen desde hace más de 200 años en el mundo, las Sociedades de Inversión, resultándose ser una opción para todos los niveles de ahorro que hay; muy especialmente para el ahorrador conservador.

Las Sociedades de Inversión (fondos mutuos) dan la opción de adquirir una cartera de valores junto con muchos inversionistas; no obstante, esto sería muy caro para ser adquirido por una sola persona.

Las Sociedades de Inversión sirvieron como base para la configuración de los planes de retiro de los trabajadores, creándose así las Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro (Siefore). Y esto no sólo en México sino en casi toda Latinoamérica. Estas cuentas también dan la opción de ahorrar desde montos muy pequeños, ya sea para proyectos de mediano o largo plazos o para la jubilación.

El ahorro interno es muy importante para un país, y México no es la excepción; la variedad de fondos de inversión es muy extensa, existen fondos de renta variable que invierten en acciones de empresas con el riesgo que ello implica, pero también se puede a largo plazo ganar muy bien.

Existen las que invierten en instrumentos de deuda (se les llama de deuda porque se invierte en la deuda de otros, ya sea del gobierno federal, bancos, empresas); los instrumentos de deuda pueden ser en pesos o en divisas; la variedad es grande con mayor o menor riesgo, con o sin liquidez, todo según las necesidades de cada cual.



Hay otro tipo de fondos: los de capitales, que dan al inversionista la oportunidad de invertir a largo plazo en empresas pequeñas y medianas, que a su vez obtienen financiamiento por medio de estas sociedades de inversión.

Las empresas que obtienen este financiamiento tienen que cumplir, una serie de requisitos para ello, pero es una opción muy importante para hacer crecer a las empresas, que son casi siempre de tipo familiar.

Las campañas para que las personas obtengan empleos no son nuevas; hace muchos años existió la campaña "Empléate a ti mismo", y hoy son en torno a los financiamientos para ese autoemplearse; esto es, a través de los llamados micro créditos que promovía el gobierno federal en México y también adoptado en otros países, para lo cual se buscan ingresos a las familias y ahorro para el país.

México ha cambiado en la forma de enfrentar los problemas, ya sea para conseguir financiamiento, crecimiento personal o institucional. Y también para que las personas obtengan un empleo adecuado. Pero en esencia se busca de manera distinta solucionar los mismos problemas.

Después de los atentados del 11 de septiembre (S-11) en los Estados Unidos de América, del 11 de Marzo en España y del 7 de Julio en el Reino Unido, la integración económica mundial retrocedió, pero la globalización se acentuó; sin embargo, México permaneció como uno de los países menos mundializados del orbe.



Luego del S-11, del 11-M y del 7-J, el comercio y la producción mundial disminuyeron, por lo que se dice que bajó la integración; pero la interconexión y las comunicaciones siguieron creciendo gracias a la tecnología, lo que aumentó la globalización, aunque México permaneció dentro del último tercio de países menos globalizados.

En cuanto a las consideradas economías emergentes grandes, México logró el mejor lugar, se ubicó por encima de China, India y Brasil.

El 2001 fue un año positivo para México en términos de inversión extranjera directa al totalizar 24 mil millones de dólares, un 74 por ciento mayor al del año anterior. De igual manera, México contribuyó con cuatro mil millones de inversión directa en otras naciones, más que cualquier otro país de Latinoamérica.

El estudio destaca que por segundo año consecutivo Irlanda es el país más globalizado, seguido de Suiza, Suecia, Singapur, Holanda, Dinamarca, Canadá, Austria, Reino Unido, Finlandia, Estados Unidos y Francia.

Irlanda alcanzó la cima del índice por segundo año consecutivo, debido a que fue uno de los pocos países que pudo evitar la caída general en el comercio mundial y los flujos de capital. En 2001 Irlanda atrajo 91 mil millones de dólares en inversiones de cartera, 11 mil millones más que el año anterior y casi más de 30 mil millones por encima del Reino Unido. La isla también expandió sus volúmenes de comercio internacional, lo que le permitió obtener la tercera posición, después de Singapur y Malasia, en comercio total medido como porcentaje del PIB.



## El impacto de la Tercera Ola en México.

La "tercera ola", es aquella en la cual la economía se basa en el conocimiento y cuyo líder son los Estados Unidos de América, situación que independientemente de la guerra contra Irak ha generado el "antiamericanismo" en regiones como Europa, pues "amenaza la supervivencia de instituciones medulares de otros países".

La mayoría de las naciones no están aún preparadas para hacer frente a la nueva revolución, que en diversas partes del mundo se ve frenada por quienes se benefician de los modelos actuales, como el caso de los sindicatos.

Sin embargo, Alvin Toffler (Autor del Libro La Tercera Ola) comenta que la "tercera ola" apenas comienza y que en el caso mexicano, éste debe determinar si se integra esa nueva revolución o si continúa con una economía agrícola e industrial.

Se considera que las restricciones nacionalistas de México, a la entrada foránea podrían constituirse como una barrera para que el país ingrese a la "tercera ola".

Se recomienda que México como ejemplo entre los países emergentes, podría adoptar un modelo similar al de países como Singapur y Malasia, que hace tres décadas eran exportadores de materias primas agrícolas y hoy gracias al alto grado de tecnificación provocado por la atracción de inversiones extranjeras, se han convertido en una de las principales naciones productoras y exportadoras de microprocesadores.



En México, así como en los diversos países de América Latina, en materia de política económica se ha tendido de manera recurrente a partidizar su contenido y orientación, al extremo de dogmatizar, adjetivizar y descalificar de la manera más simple las políticas públicas establecidas durante las últimas dos décadas, sin analizar la estructuración de las mismas, sus tiempos y el "factor humano", esto es la corrupción:

1) "La congruencia del modelo no tiene únicamente que ver con empresas privadas, o con la propiedad privada de los medios de producción, tiene que ver también con mercados competitivos; no se tiene suficiente competencia en México, existen todavía muchos monopolios; además de los monopolios del gobierno, hay monopolios privados."

2) "Hace falta es tener una mayor convicción de parte de los Legisladores del Congreso, donde se tenga un mosaico de partidos y de opiniones acerca del modelo económico; se tiene que progresar, evolucionar. No obstante la alternancia de partidos, por ejemplo en España, en Inglaterra o en Chile, el modelo económico se conserva."

3) "El convencimiento de cuáles son las bondades del modelo económico que se quiere y no pensar que se va, por ejemplo, a redistribuir el ingreso mediante impuestos; eso no, nadie lo ha logrado nunca."



4) Se ha de tener la convicción de que el modelo debe tener elementos de apertura a la competencia en los mercados, en la eliminación de monopolios de poder económico, que debe contener elementos de gran solidez en las finanzas públicas, y ese tipo de ingredientes no están en disputa.

5) Se Necesita "trabajar en formar opinión acerca del modelo y no descalificar y desprestigiar un modelo que funciona muy bien y que si se desprestigia porque no se le conectan bien los cables se está cometiendo posiblemente un suicidio económico.

### **Un poco mas a fondo la vista al panorama mexicano.**

En términos del mercado institucional, México se ubicó en la posición número 58 y bajó tres escaños.

El Índice de Competitividad Global elaborado por el Foro Económico Mundial, correspondiente a 2002, mide la capacidad de un país de mantener un ritmo de crecimiento económico continuo en el mediano plazo, de manera que aumente o al menos mantenga el nivel de desarrollo conseguido.

Lo anterior implica que México tiene que duplicar el esfuerzo para lograr los niveles de impulso que tiene la economía estadounidense, que está listada en el primer lugar mundial en 2002, a pesar de la importante desaceleración registrada.





Según la información, la estabilidad financiera y económica es notable en el caso de México. Se ha reflejado en la mejor posición de riesgo crediticio del país, siendo justamente la estabilidad de las variables fundamentales de la economía el elemento que frenó el descenso que ha tenido la productividad nacional en otros rubros.

La citada medición va más allá de un ciclo económico específico y por lo mismo subraya la capacidad institucional de un país de crecer igual o por encima de su potencial. No considera las circunstancias especiales de cada nación, sino aquellos factores que son comunes en todos los países para impulsar el crecimiento de la producción en el mediano y largo plazos: ambiente macroeconómico, tecnología e instituciones públicas.

El mantenimiento de políticas fiscal y monetaria prudentes, así como la estabilidad de las instituciones financieras, son los factores que tienen mayor efecto en el corto plazo sobre la dinámica económica, pero su continuidad y adecuada administración son fundamentales para garantizar el crecimiento de largo plazo.

En el caso de México, este rubro consideró el déficit público conseguido por el país en 2001 y la expectativa de 2002, la tasa de ahorro doméstico, la inflación, el nivel de tipo de cambio peso-dólar, así como la tasa de intermediación que prevalece en los contratos de crédito. El factor que no facilitó un ascenso mayor en este índice fue la práctica ausencia, por octavo año consecutivo, del financiamiento bancario al sector privado para impulsar la actividad económica.



La mejor posición que obtienen las cuentas nacionales está relacionada con el gasto público, pues al medirse éste en relación con el PIB, México tiene el cuarto lugar mundial. Es decir, que pese a las necesidades de desarrollo, es el cuarto gasto más bajo respecto con el PIB del mundo. Se considera que sin progreso tecnológico o desarrollo de infraestructura adecuada, un país puede lograr un más acelerado desarrollo – reflejado en el nivel de vida - por medio de una mayor acumulación de capital.

Pero no puede asegurar el mantenimiento de una tasa continua de alto crecimiento económico en el tiempo, porque eventualmente esa acumulación puede verse afectada por factores coyunturales. Incluso, esta vez el indicador le otorga un peso de 50 por ciento a ese subíndice de competitividad, y frente a Taiwán, Singapur, Corea, Chile, Brasil o China, que son los principales competidores de México en la atracción de flujos de inversión y capitales, observa un rezago importante.

En cuanto a la calidad de las instituciones, se considera que su papel es crucial para asegurar la adecuada protección a los derechos de propiedad, la resolución objetiva de los contratos legales y otras disputas de carácter legal, la eficiencia en el gasto de gobierno y la transparencia en todos los niveles del gobierno ya sea federal o locales. La ausencia de buenos parámetros de gobernabilidad institucional inhibe una adecuada división del trabajo y produce una distribución ineficiente de los recursos nacionales.



“El apoyo oficial a la iniciativa privada no se dará con los ojos cerrados, el gobierno se convertirá en socio de los empresarios que fomenten el empleo y mejoren el poder adquisitivo”.

México es un país que tiene grandes oportunidades de inversión en petroquímica y la compañía estará abierta a cualquier posibilidad de participar. La globalización ha abierto nuevos mercados y la concentración de competencia en el sector químico y petroquímico deja de estar en Norteamérica y Europa y se comienza a posicionar en Asia Pacífico.

De esta forma China, India y Turquía comienzan a perfeccionarse en productos químicos, farmacéuticos y fibras, respectivamente. Sin embargo, actualmente México enfrenta problemas por poca capacidad por la falta de una modernización, sobre todo, en el caso de Petróleos Mexicanos (PEMEX), cuya producción de insumos petroquímicos es de poca calidad y además no alcanza a cubrir la demanda del mercado nacional.

Es una mala calidad por que en el caso del polietileno que ofrece la petrolera, el cual sirve para elaborar productos plásticos, llega a ser muy frágil, cuando la tendencia es ser fuerte.

El mantenimiento de la disciplina fiscal y la prudencia monetaria, así como la solvencia y el fortalecimiento logrado por el sistema financiero, permitieron incrementar la competitividad del país en términos de estabilidad económica.



Entre 80 países integrantes del Índice de Competitividad Global, México ascendió de la posición 35 a la número 21. No obstante, en términos de competitividad global, ésta economía – que por su tamaño ocupa el noveno lugar internacional - bajó de la posición 42 a la 45 en la escala mundial, impulsada por el fuerte rezago que en materia tecnológica y de infraestructura tiene el país y por el deterioro que muestra el marco institucional. En este rubro, México bajó 11 niveles al ubicarse en la posición 47.

De hecho, el mayor rezago que enfrenta el país es el relacionado con la calidad de las instituciones públicas, que en particular mide el grado de cumplimiento del Estado de derecho y el índice de corrupción.

Para “vender México” se ofrece un país con un gobierno democrático, en donde se ejerce el Estado de derecho, “aunque con fallas susceptibles de mejorar”, así como estabilidad económica, mejora en la paridad cambiaria y manejo presupuestal ordenado. Tenemos parámetros acordes a la economía mundial.

El país no ha disminuido el nivel de captación de recursos externos por factores legales internos o medidas proteccionistas. La mejoría experimentada por la calidad crediticia soberana y la plena convicción de un manejo macroeconómico sólido en los últimos años, han neutralizado la percepción negativa en los mercados internacionales de que México es uno de los últimos países de la OCDE que enfrenta serios desafíos de reforma estructural.



Hecho que, además de inhibir el potencial de mediano plazo en términos de crecimiento económico y desarrollo social, lo mantiene como un país vulnerable y dependiente en extremo del ritmo al que se recupere la economía de Estados Unidos, o de una “nada descartable” contracción de precios petroleros.

Los indicadores económicos muestran que la economía mexicana no ha dejado la recesión iniciada en octubre de 2002, a pesar de dos trimestres consecutivos de ligera recuperación en el crecimiento del PIB, lo que explica un pobre desempeño de los mercados financieros.

La depreciación del peso frente al dólar refleja la decepción de inversionistas, mexicanos o extranjeros, por la parálisis legislativa en México, que no ha permitido avanzar en las reformas estructurales que le permitirían al país tener un crecimiento acelerado, y entonces prefieren llevar sus capitales a otros territorios.

El legislativo no ha estado a la altura de las circunstancias, de los intereses de la nación, y se ha enfrascado en una confrontación y distracción por la lucha electoral. El acuerdo político fue un intento por llevar a la mesa diferentes asuntos para definir una agenda nacional, pero en la práctica no ha resultado. Tan es así que no se ha podido avanzar en los temas fundamentales, lo cual es verdaderamente lamentable.

“Limitantes estructurales en materia de gasto público y la resistencia del sistema bancario a expandir el financiamiento al sector privado, han provocado que la perspectiva de mejoría económica y, por ende, su evolución financiera, sean altamente dependientes de la recuperación de Estados Unidos”.



“Los últimos indicadores oficiales muestran que la economía mexicana concluyó con notas débiles a lo estimado. A eso se suma el desilusionante avance en el proceso de reformas estructurales en materia fiscal, energética y laboral, lo que hace que el escenario de crecimiento económico potencial se reduzca hasta en dos puntos porcentuales por año entre 2003 y 2006.”

Respecto a la cuenta corriente de la balanza de pagos, uno de los principales riesgos que presenta su evolución, y que podría tener un impacto de mayor devaluación del peso frente al dólar, es la pérdida de mercados que han experimentado las exportaciones mexicanas hacia Estados Unidos, sobre todo frente a China.

Por el rango de devaluación que acumuló el peso frente al dólar en 2002, de 13.48 por ciento (en operaciones llamadas *spot*), así como por el patrón de comportamiento que ha tenido con la devaluación del dólar frente al euro, la divisa mexicana se considera como “una de las monedas menos vulnerables” de América Latina y de los mercados emergentes.

China, no obstante la recesión mundial, creció en 2002 a tasa de 8.0 por ciento. A ritmo similar o mayor ha venido creciendo ese país en las dos últimas décadas. Otros países asiáticos también crecen a tasas importantes. En América Latina, Chile es ejemplo de expansión económica. En Europa, Irlanda también sorprende por la misma razón. A partir de la década de los ochenta en que el avance de México ha sido muy raquítico, otros países emergentes han logrado adelantos que lo dejan muy atrás.



La Secretaría de Hacienda y Crédito Público, realizó la colocación de un bono global en los mercados financieros internacionales de capital por un monto de dos mil millones de dólares. Con dicho recurso la dependencia hizo una recompra de bonos Brady por por 500 millones de dólares, operación que permitirá al país ahorros financieros importantes.

El nuevo bono tiene un plazo de diez años y paga una tasa de interés anual en dólares de 6.375 por ciento. Con la emisión, el inversionista recibirá en rendimiento al vencimiento de 6.639 por ciento. Cabe destacar que el costo del financiamiento y el diferencial sobre los bonos del Tesoro estadounidense logrados con la colocación de este bono, son los más bajos que se han obtenido por el gobierno federal en emisiones anteriores a plazos similares. Hacienda detalló que el bono fue colocado entre inversionistas institucionales, principalmente de EU y Europa. Se obtuvo una demanda de más de cinco mil millones de dólares, lo que permitió elevar el monto planeado de la operación, de mil millones a dos mil millones de dólares. De este modo se reafirma la confianza de los inversionistas internacionales en la fortaleza de la economía del país.

La dependencia precisó que con los recursos provenientes de esta operación, sumados a las emisiones realizadas con anterioridad, el gobierno federal ha refinanciado la totalidad de las amortizaciones de la deuda externa del mercado. Con esta nueva operación se retiraron 500 millones de dólares de bonos Brady, que representan aproximadamente 11.5 por ciento del saldo vigente a la fecha de bonos Brady par denominados en dólares. Además, con la transacción se liberaron garantías por aproximadamente 250 millones de dólares.



Se generaron ahorros a valor presente por un aproximado de 37 millones de dólares para el gobierno federal, debido a que la sustitución de los bonos Brady por un nuevo instrumento a un plazo de diez años permite recuperar las garantías asociadas a dichos papeles.

Las presiones inflacionarias y cambiarias, el escenario de restricción monetaria, elevadas tasas de interés y un limitado dinamismo económico propiciaron que Bear Stearns y Merrill Lynch bajaran su recomendación de inversión en México.

Las corredurías recomendaron modificar la estrategia de inversión en México, que pasa de "sobrepeso" (overweight) y neutral (market weight) a "bajopeso" (underweight), dada la baja capacidad de respuesta económica y la parálisis política.

Para la correduría Bear Stearns, la ausencia de reformas estructurales, la volatilidad prevista y la restricción monetaria, aconsejan ser cautelosos frente a México. Merrill Lynch argumentó que el descenso de su recomendación se basa en la dependencia hacia Estados Unidos y en las limitaciones para que el mercado interno apuntale un crecimiento sólido.

Cuando México negoció el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), una de las ofertas para el campo era que un ambiente de libre empresa estimularía la inversión extranjera y capitalizaría el agro también a través del fortalecimiento de las cadenas productivas y de la integración o asociación de campesinos con privados.





Luego de nueve años de que se puso en marcha este pacto, los ofrecimientos no se han cumplido. Es cierto que la industria de alimentos, bebidas y tabaco es un nicho importante de capital foráneo, pero el sector agropecuario está en el otro extremo, y qué decir de las ramas forestal y pesquera, donde los ceros predominan en las estadísticas oficiales.

De un total de 24 mil 745 millones de dólares de inversión extranjera que se captó en 2001, tan sólo 5.1 millones se colocaron en el agro, mientras que en la manufactura fueron cuatro mil 716.8 millones, y dentro de ésta la industria de alimentos con 869.3 millones. Estas cifras sólo confirman una tendencia observada desde antes del TLCAN: no hay interés por el campo, aun cuando en el rubro de la ganadería en algunos años se tuvieron inversiones que llegaron a producción avícola y a porcicultura.

En el ámbito financiero el grado de confianza de los inversionistas en la evolución de los mercados nacionales se guía, entre otros factores, por las calificaciones emitidas por firmas especializadas, en donde desempeñan papeles determinantes el rendimiento y la seguridad de las inversiones, y que a su vez dependen de una sana evolución de las economías en aquellos aspectos que garanticen alta competitividad para los inversionistas.

En el caso particular de las calificaciones sobre títulos de deuda, las calificadoras presentan listas periódicas a partir de la evaluación de la capacidad y compromiso jurídico de cualquier emisor, para pagar intereses y la amortización del principal, en el plazo programado en las condiciones de emisión de un título de renta fija.



Una de las empresas calificadoras, por ejemplo, basa sus evaluaciones específicamente en el riesgo de pérdida crediticia, por pagos que no se realizan o que se retrasan, para lo cual su escala de calificaciones abarca periodos de corto plazo en los títulos que vencen en menos de un año, como papel comercial, depósitos bancarios y otros instrumentos del mercado monetario. Asimismo, se aplica para evaluar la solvencia crediticia de títulos de largo plazo.

Para las calificaciones nacionales de largo plazo, las definiciones utilizadas clasifican las emisiones en nueve categorías que muestran en el nivel óptimo las capacidades crediticias más fuertes y de menor probabilidad de pérdida de crédito, hasta las extremadamente especulativas y con la capacidad crediticia más débil.

Por lo que se refiere a la calificación de corto plazo, son cuatro las categorías aplicables, y se presenta a partir de la máxima capacidad de los emisores para amortizar las obligaciones de deudas prioritarias no garantizadas, hasta una capacidad inferior al promedio para amortizar tal tipo de obligaciones de deuda.

En cuanto a los criterios que son considerados dentro de las calificaciones nacionales se encuentra la capacidad financiera intrínseca del emisor, abarcando los factores tradicionales de crédito como calidad de administración, situación en el mercado y diversidad, flexibilidad financiera, transparencia, ambiente regulatorio y evidentemente la habilidad del emisor para cumplir sus obligaciones financieras durante los ciclos de negocios normales.



Es consenso entre la mayoría de los analistas que la economía mexicana está siendo perjudicada por la situación externa y que cuando ésta se recupere, lo hará la mexicana. Sin embargo, la economía de Estados Unidos tuvo un crecimiento cercano al 2.4 por ciento el año pasado, lo cual es lo doble de lo que aumentó México.

Esto hace concluir que parte del problema en México sí tiene una causa internacional, como es la actividad en el sector industrial, pero también hay razones internas que limitan el crecimiento económico. Por ejemplo, China ha sido afectada también por el entorno internacional y su crecimiento ha bajado del 12 por ciento al 8 por ciento anual, mientras que Malasia, Tailandia, Indonesia e India tienen tasas de crecimiento superiores al 5 por ciento.

Estas elevadas tasas crean oportunidades, lo cual incentiva la entrada de inversionistas extranjeros, lo que a su vez vuelve a fomentar el crecimiento. El limitado crecimiento en México permite la creación de sólo la tercera parte de empleos que la creciente fuerza de trabajo necesita. Por lo mismo, cada año se incrementa el desempleo agravando el problema que ya existe desde hace varias décadas.

La situación actual requiere no sólo crear los empleos que la población necesita por su dinamismo normal, sino que es necesario crear adicionales para que los sectores con mayor actividad puedan absorber a los trabajadores de los sectores más ineficientes, como es el caso del agropecuario.



Como dato importante destaca que el número de plazas en la industria manufacturera, sin contar la industria maquiladora, continúa en los mismos niveles que tenía en 1980, pero con una población que ha crecido casi el 50 por ciento.

El bajo crecimiento económico provoca problemas no sólo en ese aspecto, sino también sociales y políticos. Por ejemplo, el creciente malestar que se manifiesta en la población se debe a que las expectativas que tenía no se están cumpliendo debido a que el ingreso nacional no se eleva.

Otro efecto del bajo dinamismo de la economía se refleja en recortes en el gasto y la inversión públicos, ya que el ingreso gubernamental no crece por el bajo dinamismo de la economía. En la medida en que se reactive la economía, el pago de impuestos sube.

Otro efecto negativo del estancamiento económico es que propicia la mala distribución del ingreso, ya que los salarios tienden a crecer menos o incluso a caer, mientras que las tasas de interés suben, incrementándose el pago al capital.

Especialmente preocupante es la fuerte emigración hacia Estados Unidos, en donde ya se encuentra más del 10 por ciento de los mexicanos. Es grave en el mediano plazo que el gobierno eduque y proporcione servicios sociales a los niños, que cuando llegan a su etapa más productiva salgan del país para trabajar en el extranjero, para luego regresar en la vejez, cuando vuelven a requerir del apoyo del gobierno.



Es muy triste recorrer poblaciones enteras en varios estados del centro del país en donde se encuentran niños, mujeres y ancianos, pero hay muy pocos hombres jóvenes.

Entre más rápido se identifiquen los factores que limitan el crecimiento económico, más rápido se puede corregir el problema. La causa individual más importante que explica el crecimiento es el monto de inversión, lo cual es, a su vez, explicado por el monto del ahorro interno.

Países que tienen tasas de aumento del PIB del 6 por ciento o más registran tasas de ahorro interno e inversión del 30 por ciento del PIB o superiores, como en los países asiáticos. México, por su parte, registra un ahorro interno que el año pasado debió ser menor al 20 por ciento.

Objetivos como tener una baja inflación, tasas reales positivas de interés, un sistema legal eficiente, correcta definición de los derechos de propiedad, eliminación de monopolios, bajas tasas impositivas, y otros más, buscan lograr aumentar el ahorro y la inversión, y así poder regresar a las altas tasas de crecimiento económico que México ya llegó a tener en el pasado.

Pese a contar con el Tratado de Libre Comercio entre la Unión Europea y México, el intercambio comercial ha declinado en ambas direcciones, a dos años y medio de la firma de ese convenio, las ventas se han limitado a ciertos sectores, entre ellos el de maquinaria.



En este entorno y ante las circunstancias internas de los últimos años, caracterizada por desacuerdos, rompimientos, protestas, descalificaciones y otros desaguisados, no de be sorprender que la economía mexicana esté creciendo a una tasa verdaderamente baja, muy por debajo de su potencial, estimado ligeramente arriba de 4 por ciento anual.

En contraste el mercado laboral se ha mantenido relativamente estable, con la tasa de desocupación abierta debajo del 3 por ciento, lo que junto con el poder adquisitivo que se ha ganado en los últimos años ha podido mantener la dinámica del consumo. Persiste la estabilidad del mercado laboral gracias al sector informal, ya que el empleo formal registrado en el IMSS sufrió severas reducciones en 2002 por los recortes de personal formal en la maquila y en las manufacturas, actividades directamente relacionadas con las exportaciones, que hasta ahora se han empezado a recuperar.

El otro aspecto que destaca en el entorno es la reducción importante del riesgo-país, que lo sitúa por debajo de 250 puntos base, con lo que se recuperan los niveles previos a la recesión. Esto obviamente se ha reflejado en menores tasas de interés, en mayor fortaleza del tipo de cambio y en una ligera ganancia del índice de la bolsa.

Durante los años en que la economía de casi todos los países ha sufrido un estancamiento, han vuelto a surgir las voces que culpan al liberalismo, a la apertura y al libre comercio de todos los males habidos y por haber. La estabilidad seguirá consolidándose, sin problemas para alcanzar la meta de déficit fiscal.



El sector externo tampoco debe presentar problemas debido a que las importaciones crecerán en la medida en que lo hagan las exportaciones. La cuenta corriente recibirá ayuda considerable de las remesas, el saldo del turismo y el flujo de inversión extranjera directa que, aunque discreto, ayuda a financiar el déficit.

México ha registrado un incremento en sus exportaciones de 32 por ciento a los países bajos y a Australia. Este acuerdo mercantil es muy joven para hacer una evaluación de sus primeros resultados. Además hay que tener presente que en los dos últimos años el entorno internacional ha sido complicado; "ha habido una baja económica, lo que altera la marcha de todas las economías"

México representa hoy día aún a pesar de sus deficiencias, una gran oportunidad para la inversión de capital de riesgo, dada la estabilidad macroeconómica que ha alcanzado. Así la preocupación de los inversionistas de capital de riesgo, de obtener rendimientos importantes en divisas duras, se cumpliría con holgura en el caso de México.

Así entonces, México representa una oportunidad inigualable para inversiones de capital de riesgo. A partir del establecimiento del TLCAN se ha dado una evidente convergencia e integración de la economía mexicana con la de Norteamérica. Asimismo, es clara la separación económica del resto de América Latina.

En 1993 México exportaba a Estados Unidos lo mismo que el resto de Latinoamérica, Gran Bretaña y Francia juntos, que China y Singapur juntos, y 20 por ciento menos que Corea, Taiwán y Hong Kong juntos.



Pero ocho años después, la imagen es radicalmente distinta. México exporta a Estados Unidos mucho más, en varios casos prácticamente el doble que cualesquiera de las combinaciones de países mencionados.

La volatilidad del tipo de cambio resistió a eventos como la crisis rusa, brasileña y argentina, mientras que hemos visto más volatilidad vinculada con los efectos de una posible recesión en Estados Unidos.

En 1985, México exportaba apenas 21.6 mmd, y 63 por ciento de dichas exportaciones eran básicamente de petróleo. Para 2001 se exportaban 158 mmd, siete veces más, con 90 por ciento de exportaciones de manufacturas, lo que relegó al petróleo a sólo 8 por ciento de las exportaciones.

Todos los indicadores muestran que el riesgo de invertir en México es hoy menor que en el resto de Latinoamérica. De hecho en muchos sentidos, es más parecido al riesgo que conlleva invertir en economías desarrolladas. Para los inversionistas de capital de riesgo, que buscan rendimientos en divisas duras, México causa menor preocupación.

Las Pymes necesitan contar con fuentes de capital que impulsen su crecimiento. Ante la escasez de fuentes de financiamiento, existe un gran potencial para los inversionistas, precios atractivos y estructuras favorables. La estabilidad lograda es garantía de un riesgo sobreestimado. Se puede considerar que la actualidad es un excelente momento para las inversiones de capital de riesgo en México en su papel de Economía de Mercado Emergente.





## China.

Es hoy el mayor mercado del mundo con más de 1.300 millones de potenciales consumidores (un 25% de ellos viven en las ciudades), con crecimientos del PIB entre el 7% y el 8% en términos de PIB es la séptima potencia mundial, habiendo desplazado a potencias económicas como España, Canadá o Brasil; según el banco mundial, se prevé que para el año 2020 sea la primera potencia económica mundial, representando cerca de un 40% de la producción mundial.

Un informe de la ONU sobre la inversión mundial en 2001 indicó que más de 400 de las 500 principales corporaciones del mundo han invertido en unos 2000 proyectos en China. Empresas como Matsushita, Toshiba, Sanyo, Phillips o Mitsubishi están desplazando gran parte de su producción a China. Siemens produce cerca de 14 millones de teléfonos móviles en su fábrica de Shanghai. Canon ha desplazado su cuartel general de Asia en Beijing. Empresas Españolas como técnicas reunidas, Nutrexpa, Alsa, Fermax, Indra, etc. han conseguido posicionarse con éxito en este complejo mercado. Un reciente estudio de Glodman Sachs sobre las 27 Glocos (global companies) del mundo, consideraba que sólo la empresa que tuviese una estrategia para china podría ser considerada como tal.

La recesión de la UE y la incertidumbre socio-económica de Latinoamérica (en donde España es el principal inversor), hace que sea necesario considerar China como un mercado estratégico para la empresa. Por ello es necesario conocer los aspectos clave de este mercado para diseñar con éxito una estrategia de implantación y/o exportación.



China produce más de la mitad de las cámaras fotográficas del mundo, el 30% de los aparatos de aire acondicionado y televisores, el 25% de las lavadoras, cerca del 20% de las neveras y el 70% de los juguetes. "Galanz" fabrica el 40% de los microondas que se venden hoy en Europa. Los TV "Haier" son reconocidos en todo el mundo y el caso de esta empresa se analiza en Harvard.

Por ello, se analizará el caso de varias empresas Chinas (Haier, Galanz, Cosco, etc.), que nos permitirán entender mejor el funcionamiento de las empresas Chinas y la influencia de los valores Confucianos en la gestión de estas corporaciones transnacionales.

Así pues, cualquier estrategia para china tiene que ser realizada al largo plazo y contar con los recursos suficientes para poder desarrollarla. Por ello, toda empresa debería tener presente a china en su estrategia tanto como potencial competidor, como proveedor y/o como mercado. Las oportunidades en china son enormes: fuerte inversión pública (24.000 millones de dólares), incremento de la capacidad adquisitiva de la población, medio ambiente, urbanización, servicios, juegos olímpicos 2008, Expo Shanghai 2010, etc.

Pero China es un mercado extraordinariamente complejo, burocrático y competitivo. Es un país con características propias, en donde las reglas del juego son distintas a las de otros países, y conocer estas reglas será indispensable para desarrollar negocios en China. Además, la imagen de país "España" no es positiva y el peso del sector público es muy fuerte en casi todos los sectores.



Hay aspectos culturales y sociológicos muy diferentes: influencia del Confucianismo, costumbres, cultura milenaria o la dificultad del idioma. Las relaciones personales (Guanxi, en chino), serán fundamentales, ya que bajo la ética confuciana el negociador chino querrá asegurarse de que somos honorables, y que por tanto cumpliremos con nuestros compromisos; si no somos capaces de desarrollar el "Guanxi" será difícil hacer negocios en china, ello implica que las negociaciones se pueden hacer muy lentas y por tanto costosas.

La organización de una red de distribución será uno de los problemas más importantes que encontraremos en China (en general, está mal organizada y muy segmentada). Además, sólo las empresas extranjeras con inversión en china están autorizadas a crear redes propias de distribución.

Sin embargo, la entrada de China en la O.M.C conlleva una serie de ventajas: reducción del arancel medio al 9,4%, eliminación de las cuotas y licencias de importación, las compañías extranjeras pueden entrar en el negocio de la distribución (permitiéndose el establecimiento de empresas de capital 100% extranjero en los sectores de distribución, ventas, marítimo y servicios), mayor uniformidad en la valoración aduanera, menor incertidumbre legal y mayor transparencia, protección de la propiedad intelectual e industrial, etc.

La IED, en la parte continental de China (sin incluir Hong Kong, Macao ni Taiwán) registró un incremento del 13% en el 2004, según cifras publicadas en el Diario de Beijing con fuentes del Ministerio de Comercio.



El volumen contractual de la IED en el 2004, llegó a los 153,479 md, lo que supone un incremento del 33% anual. El volumen de materializado fue de 60,630 md, lo que representa un incremento del 13%. En el 2004, China aprobó un total de 43,664 nuevas empresas con capital proveniente del extranjero, un incremento del 6% en relación con el año 2003.

Se estima que en el año 2004, las exportaciones Chinas superaron los 500 mmd. Sus principales renglones de exportación fueron maquinaria y equipo, textiles y manufacturas textiles, zapatos, juguetes y artículos deportivos.

Los principales clientes de exportación de China son EEUU, Japón, Corea del Sur y Alemania. En igual forma, las importaciones de China en el año 2004 estuvieron muy cercanas a los 500 mmd. Sus principales renglones de importación fueron maquinaria y equipo, petróleo crudo, plásticos, hierro y acero y productos químicos.

Los principales proveedores de China son Japón, Taiwán, Corea de Sur, EEUU y Alemania. En términos de su Balanza Comercial, China tuvo un superávit en el 2004 de poco más de 30 mmd.

Como puede apreciarse por estas cifras, China es ciertamente un enorme mercado potencial para cualquier exportador y al mismo tiempo, es el 3° ó 4° país exportador del mundo. Pero hay algo más, el gran Pac Man que todo devora, trabaja para ocupar el primer lugar en el mundo a nivel comercial, es el gran monstruo comercial que en muy pocos años ha logrado consolidar el liderazgo de su crecimiento económico frente al mundo.



## India

Una de las mayores economías del mundo, es una elección atractiva para hacer negocios con muchas ventajas competitivas. La India está preparada para emerger como uno de los gigantes de la economía en los próximos años.

En términos de paridad del poder adquisitivo la India representa la cuarta economía más grande del mundo, ha experimentado un crecimiento medio del 6% en los últimos 5 años, a pesar de la recesión económica global, la economía de la India espera crecer alrededor de un 5.5%.

Con más de 1.000 millones de habitantes (segunda población más grande del mundo), de los cuales más de 200 corresponden a menores de 30 años y con una tasa de producción de 68.000 nuevos ingenieros informáticos por año, India ha experimentado el mayor crecimiento mundial en exportaciones netas en el área del software.

En los últimos años, la India se ha transformado en la mayor potencia tecnológica mundial. En los últimos 5 años, el sector de las tecnologías de la información ha experimentado un crecimiento de un 52,6%, contando en la actualidad con la primera fuerza científica laboral angloparlante de oriente y la segunda a escala mundial. La creciente clase media de alrededor de 350 millones de personas, impulsa la demanda de productos de marcas internacionales. El consumidor Indio conoce y valora en general las marcas internacionales. A excepción de algunos sectores estratégicos, toda la economía está abierta a la inversión extranjera.



La India es una cultura de contexto alto. Las palabras tienen menos importancia y más el contexto. En estas culturas se utilizan menos los documentos legales, la palabra es determinante, ello hace que las negociaciones sean mucho más lentas. La posición social es determinante y el conocimiento sobre ella también.

Japón, gran parte de Asia, África, países árabes y en general todos los países latinos, son ejemplos de estas culturas. En estas culturas los negocios son mucho más lentos, ya que es necesario establecer una relación personal que establezca una confianza entre las partes. Los negocios en la india son muy personales, es decir, que son conducidos con una flexibilidad mucho mayor que en occidente.

La India es claramente una cultura policrónica. La puntualidad no es parte de su cultura, puede ser habitual esperar retrasos. La administración también es totalmente policrónica. Como siempre: paciencia. Saber medir el tiempo en la India será una buena base para hacer negocios.

La mayoría de los establecimientos comerciales trabajan de cinco a una y media de la tarde entre semana, los lunes y los sábados el horario cambia de 9:00 a.m. a 5:30 p.m. Un gran número de oficinas, incluyendo a las gubernamentales, trabajan sólo cinco días a la semana.

Este inmenso mercado apenas empieza a despertar a las marcas y productos extranjeros. Las empresas automotrices y de electrónica están apenas invirtiendo en fábricas. Muy probablemente los primeros que lleguen se van a apoderar del mercado.



En un mercado de ese tamaño hay demanda por casi todos los productos, hay que considerar el valor agregado (diseño, mercadotecnia, tecnología) que permita competir y, sobre todo buscar vender productos más sofisticados y comprar aquellos que son intensivos en mano de obra en donde no se pueda competir por el costo.

India es un país que no tiene el concepto de Supermercados, las tiendas más grandes son tiendas de esquina y gran parte de la distribución es por medio de los mercados. Es un mercado que tal vez no necesita estufas coreanas supermodernas, sino un concepto más confiable y robusto. Necesita llantas y amortiguadores que aguanten hoyos y no estén diseñados para las carreteras de concreto. Solo la India puede competir con China, pues los sueldos de los trabajadores son baratos y se cuenta con personal muy preparado.

Es una sociedad que importa grandes cantidades de petróleo y exporta acero, que viene saliendo de una economía socialista y necesita urgentemente aprender los aspectos cruciales respecto a la mercadotecnia, diseño, y distribución del producto.

Atacar un mercado de más de mil millones de personas requiere de establecer una cabeza de playa. Hay que viajar y conocer el país, hacer pruebas de mercado para ajustar el producto, y finalmente, hacer un plan a largo plazo.

No hay que perder de vista que gran parte de la comercialización se realiza en los mercados y por tanto dentro de la economía informal. Por ésta misma razón existe también una menor propensión a dar crédito, hay que recordar que en los mercados el efectivo es el rey.



## Países Musulmanes

Desde un punto de vista de la negociación intercultural. Es muy importante señalar que este análisis ha sido redactado con un respeto máximo y absoluto hacia esta religión que practican más de 1.300 millones de personas en el mundo. El hombre de negocios internacional que desea hacer negocios con personas de estos países, deberá ante todo conocer su cultura, su religión y su forma de hacer negocios como premisa para establecer negocios y relaciones al largo plazo.

Es este el principal objetivo de este enfoque, acercarnos a esta interesante cultura y por tanto a su forma de hacer negocios desde una perspectiva intercultural.

Intentar definir un perfil cultural a todos los países musulmanes sería imposible, además de inútil, dada la gran heterogeneidad que encontramos en los países musulmanes. Entre un ciudadano de Fez (Marruecos) y uno de Kuala Lumpur (Malasia), hay grandes diferencias, pero sin embargo, el factor común será su religión.

El Islam, además de influir en la esfera religiosa del individuo, incide en su forma de actuar, de relacionarse, de enfocar los negocios, etc. recordemos que la aplicación estricta del Islam, no diferencia entre religión y estado, a diferencia de occidente. Es decir, el patrón cultural "Islam", nos ayudará a perfilar estas culturas. Además, podríamos asegurar que en general el Islam se vive y se siente de una forma mucho más intensa que otras religiones.





Hay que tener muy claro que no es lo mismo hacer negocios con un hombre de negocios de Arabia Saudita (en general, más cerrados) que con un jordano (en general, mucho más abiertos que sus vecinos).

A pesar de que ambos sean musulmanes la historia, costumbres, idiosincrasia, situación actual, relaciones con los país, etc. serán muy diferentes. Cada uno de estos bloques presentará una forma de hacer negocios sensiblemente diferentes. Encontraremos países más pro-occidentales (Marruecos, Jordania) o menos (Arabia, Irán). Una primera división entre este universo podríamos establecerla entre las ya comentadas tendencias sunitas y chiítas.

Los países musulmanes son en general culturas de contexto alto. Las palabras tienen menos importancia y más el contexto. En estas culturas se utilizan menos los documentos legales, la palabra es determinante, ello hace que las negociaciones sean mucho más lentas. La posición social es determinante y el conocimiento sobre ella también.

De mismo modo que lo anterior, en estas culturas los negocios son mucho más lentos, ya que es necesario establecer una relación personal que establezca una confianza entre las partes. En las negociaciones con países árabes y africanos la paciencia del exportador habrá de potenciarse al máximo.



El posible cliente primero deseará conocernos y seguramente tendremos que hablar de cosas personales antes de negociar con ellos. Además, deberá conocer las costumbres habituales, por ejemplo, nunca debe dar la mano izquierda a un árabe.

En los pueblos árabes, la familia tiene mucha influencia, mucha más que en occidente. Los padres, hermanos, tíos, sobrinos, etc. estarán de alguna forma participando en negocios comunes. Estas relaciones familiares, así como las de amigos, son muy fuertes y obligan a las partes a trabajar de una forma relativamente transparente entre ellos, es como una especie de proteccionismo.

Los valores Islámicos hacen que el musulmán, en general, tienda a ser moderado en su consumo. Desde el punto de vista de los valores del musulmán, bajar el precio de un producto o aumentar su oferta en el mercado, no debería tender a consumir más. Aquí vemos una diferencia importante con el consumidor occidental. No es que no les guste adquirir nuevos productos, sino que su nivel de necesidades es diferente al occidental.



## Indonesia

Es una de las economías más fuertes del sudeste asiático, el crecimiento económico se fundamenta principalmente en la exportación de materias primas y productos manufacturados. Las mayores exportaciones corresponden a los productos electrónicos (56% del total de exportaciones en 2002). Además, es uno de los mayores exportadores de aceite de palma y de productos derivados del caucho.

Otras exportaciones incluyen madera, muebles, textil, productos químicos, petróleo y gas. Los principales socios comerciales son: EEUU, Singapur, Japón, Hong Kong, Holanda, China y Tailandia.

Actualmente Indonesia está en el 4 año de crecimiento económico, después de la gran recesión de la crisis financiera asiática de 1997-98. El PIB real creció un 6.1% en 1999 y un 8.3% en 2000. En 2003 creció un 3,5%. Es el país con la población musulmana más alta del mundo (cerca de un 90%).



## Malasia

La transformación de la economía Malaya en los últimos 40 años ha sido espectacular. Además de poseer minerales y recursos naturales, ha sabido dar los pasos necesarios para pasar de una economía dependiente de la agricultura y de la exportación de commodities a ser una economía basada en la exportación de productos manufacturados, y con una creciente industria de alta tecnología y del conocimiento.

Hoy en día Malasia tiene el multimedia super corredor (msc) una infraestructura importante de última generación para desarrollar su industria multimedia.

La economía está creciendo a un ritmo del 4.7% anual. Malasia es el 5º país más competitivo del mundo por encima de países como Japón, China, Tailandia o Corea.



## Irán.

Con cerca de 70 millones de personas, Irán es una de las economías más importantes de la zona. Casi el 90% de los Iraníes son musulmanes chiítas, siendo por tanto el líder espiritual de la comunidad Chií en el mundo.

La economía de Irán disfruta de una estabilidad importante. A pesar de las fluctuaciones de los precios del crudo en los mercados mundiales desde el S11, las medidas tomadas por el gobierno en los últimos años, han permitido que Irán crezca a un ritmo del 4.8% anual. Además, se han flexibilizado las medidas relacionadas con el control y las regulaciones del comercio exterior mejorado las condiciones para exportar, eliminación progresiva de las barreras no arancelarias, etc. también se ha reformado el mercado de divisas siendo ahora mucho más abierto. La mayor libertad que tienen los bancos (disminución de sus reservas necesarias, políticas de crédito, etc.) también ha ayudado al desarrollo de la economía iraní.

El 3º año del plan quinquenal de desarrollo contiene una serie de medidas, políticas y recomendaciones que cubren 26 sectores estratégicos. Diversas medidas sobre zonas francas, creación de joint ventures con socios locales, etc., están favoreciendo cada vez más la entrada de inversión externa. La red de ferrocarriles (9,800 km.) esta desempeñando un papel fundamental, actuando como enlace entre Asia central y el gofo pérsico, convirtiéndose en una entrada para Europa. Ahora, las empresas europeas pueden enviar sus productos a Asia central en menos de 10 días. El ferrocarril enlaza también Tabriz - Istambul.



## Pakistán

Con una población de 128 millones de personas y cerca del 97% de musulmanes suníes, Pakistán es uno de los mercados regionales a tener en cuenta. Los signos de recuperación económica y de macro estabilidad son cada vez más importantes, prueba de ello es el apoyo que está recibiendo de las principales instituciones financieras internacionales. Sin embargo, la presencia del general Musharaf en el poder genera incertidumbre en los inversores extranjeros. El PIB real creció un 3,3% en 2001, comparado con el 3,3% en el año anterior. Las mayores contribuciones al crecimiento del PIB fueron las manufacturas (1,2%) y el sector servicios (2,2%). La contribución de la agricultura fue negativa. Pakistán ha suprimido los contingentes respecto de los productos textiles, para los cuales se había obtenido una dispensa especial por motivos de balanza de pagos, bastante antes de la expiración del período autorizado por el comité de balanza de pagos.

El programa de reactivación de la economía que inició el Pakistán en 1999 tras un deterioro de los resultados económicos, se ha llevado adelante con determinación, lo que ha permitido la aplicación satisfactoria de un acuerdo de derecho de giro con el FMI y la consiguiente concesión por el fondo de una ayuda sustancial en el marco de su servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza, según un informe de la O.M.C sobre las políticas y las prácticas comerciales del Pakistán. En el informe se destaca que el crecimiento económico a largo plazo del Pakistán depende en gran medida de que se siga aplicando el programa de reactivación de la economía, en particular para reducir la intervención directa del estado en la economía y mejorar la base impositiva.



## Países de la Unión Europea

El 1 de mayo de 2004 se incorporaron a la UE la República Checa, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta y Polonia.

Europa cierra un pasado de divisiones y conflictos, para entrar en una nueva época de paz, seguridad y crecimiento económico y social. El del mercado único debería empujar la economía de la unión y crear empleo, a la vez que aumentará la influencia de la UE en el mundo.

En el proceso de ampliación, estos nuevos estados han captado grandes inversiones extranjeras, lo que les ha permitido que sus economías lograsen rápidas tasas de crecimiento.

La superficie de la UE se ha incrementado en un 36% y su población en un 20% (de 379 a 454), hasta los 450 millones de europeos, convirtiéndose en el mercado único más importante del mundo sin embargo, la aportación en términos productivos representa tan sólo el 5% del total comunitario (un 60% del PIB español), por ello, la UE 25 será en términos generales "más pobre" que la UE 15.



Sector País	Población (millones)	Producto Interior Bruto (euros/hab.)
Unión Europea	454,9	20.836
Estados Unidos	284,5	31.910
Japón	127,1	32.030
China	1.273,3	780
Rusia	144,4	2.250

La media del producto interior bruto (PIB) per cápita de los 10 países entrantes es un 40% más baja de la media del PIB per cápita de los 15 países miembros anteriores. Sin embargo, algunas naciones son más ricas que otras. Chipre y Eslovenia están en lo alto de la lista, con un 70% o más de la media del PIB de la actual UE, mientras que Letonia apenas llega al 35%. Durante los primeros tres años, la UE planea invertir 40.000 millones de euros en los nuevos estados miembros. Al mismo tiempo, estas naciones contribuirán con 15.000 millones al presupuesto comunitario. Así que el total de los fondos transferidos será de 25.000 millones de euros. Algunos expertos calculan que el costo de la ampliación durante un periodo de seis años será de 67.000 millones de euros. En comparación, el costo de la reunificación alemana fue de 600.000 millones de euros entre 1990 y 1999. La ampliación genera importantes oportunidades de negocio (exportación e inversión directa) pero también puede representar amenazas (por ejemplo la deslocalización).





Después de la caída de la Unión Soviética, Rusia está intentando establecer una economía de mercado y consiguiendo un crecimiento económico importante. Debido a la debilidad de sus instituciones políticas y económicas así como a las dificultades existentes para la inversión directa, sufrió una grave crisis en 1998, que hizo que el Rublo se devaluase además de causar serios problemas en la población.

Sin embargo, en los últimos años la economía rusa se está recuperando. En 1999-2002 creció a un 6% anual pero el Rublo se devaluó un 60%. En 2002 el crecimiento fue del 4%. Rusia depende demasiado de las exportaciones de commodities, principalmente petróleo, gas, metales, etc. que representan cerca del 80% de sus exportaciones, siendo demasiado sensibles a las variaciones internacionales de los precios de estas materias primas.

Las empresas que deseen hacer negocios en Rusia se encontrarán con un mercado con grandes oportunidades de negocio pero con graves problemas estructurales y culturales: debilidad de su sistema bancario, mal "business climate" que dificulta la inversión directa, corrupción, falta de credibilidad en las instituciones, la mafia, los oligarcas, etc. Rusia puede ser una excelente plataforma para acceder a las antiguas ex-repúblicas soviéticas del Asia central (Uzbekistán, Kazajistán, Turkmenistán,...) Rusia ha logrado firmar un protocolo con la unión europea para la entrada en la organización mundial del comercio. Los empresarios que deseen hacer negocios en Rusia tienen que conocer y comprender la compleja mentalidad Rusa, en donde los negocios se hacen de forma muy diferente. Además, se deberá conocer el protocolo de los negocios en Rusia, el estilo de comunicación y negociación.



## Nigeria

Es el país más poblado de África (y el 11° del mundo), con una población de 120 millones de nigerianos, creciendo a un ritmo del 2,3% anual. El 40% de la población lo forman los hausa, ibo y yoruba, las tres principales etnias de Nigeria. Con un PIB de US \$ 35 billones, hacen de Nigeria la segunda economía más importante de África. Los ingresos del petróleo constituyen cerca del 60% del PIB, y el 90% de sus exportaciones. Es el 10° exportador y productor de crudo. Además, tiene las terceras reservas más importantes del mundo de gas desde 1996, la política monetaria del banco central, ha permitido reducir la inflación desde un 70% a menos de un 10%, además de conseguir cierta estabilidad para su moneda, la naira.

El nuevo gobierno civil está realizando importantes reformas para abrir el país al exterior. Sin embargo, Nigeria tiene graves problemas estructurales. Nigeria es muy importante para la Unión Europea. Nigeria exporta a la UE productos agroalimentarios y petróleo.

Nigeria tiene todas las condiciones para convertirse en el motor económico del África occidental, de hecho está impulsando acuerdos como la ecowas (economic community of west african countries), para la creación en 2005 de un mercado de libre comercio con Gambia, Ghana, Guinea y Sierra Leona. Sin embargo, hacer negocios en Nigeria es complejo y es necesario conocer bien la forma de negociar en Nigeria. Además, el famoso fraude "419", ahora llamado advance fee fraud ha hecho que la imagen de Nigeria en el exterior sea muy negativa.



## Sudáfrica

Hoy por hoy uno de los mercados emergentes más prometedores. Es un país altamente desarrollado, con buenas infraestructuras y con un buen clima para la inversión externa. Existen importantes oportunidades de negocio en Sudáfrica que es necesario conocer y valorar.

La población de Sudáfrica es de 43 millones de personas, compuesta por una variada diversidad étnica, cultural y religiosa.

La economía creció un 3,1% en el primer cuatrimestre de 2004, 3 veces más que en el mismo periodo de 2003. Las manufacturas han crecido un 2,7% mientras que la distribución lo hizo en un 3,3%.

El banco africano de desarrollo ha anunciado que el continente africano creció un 3,7% en 2003. Sudáfrica está siendo uno de los motores de esta recuperación, por ejemplo, hoy por hoy suministra 2/3 de la electricidad que se consume en África, y es el 4 productor más competitivo de electricidad del mundo.

Sudáfrica ha sido clasificada por las más prestigiosas agencias de clasificación de riesgos (Fitch and Standard and Poor's) como un ratio de riesgo de a-/stable/a-2 bbb-/stable/a-3 debido en gran parte a las importantes reformas que el gobierno está emprendiendo.



## Análisis genérico de estas economías emergentes

Al ahondar sobre inversión externa en los países en desarrollo, tendría que ser observado de ángulos opuestos; la experiencia mexicana en 1994 y la asiática en 1998 observaron que la inversión externa en el corto plazo esta sujeta a cambios bruscos, originados por las crisis económicas.

No obstante, la inversión extranjera directa, ofrece una estabilidad importante ante estos fenómenos por lo que los puntos opuestos se vuelven lógicamente entendibles a su observación, ya que la volatilidad de la propia crisis la profundiza, en tanto en tanto que la estabilidad de su contrariedad contiene el golpe y les da equilibrio.

En términos generales, el sentido de la inversión extranjera directa se distingue por una singular preferencia de los inversionistas de los países desarrollados, en virtud de su estabilidad macroeconómica y la menor preocupación por riesgos para sus inversiones. Por ello se destaca que países como China, México, Brasil y Polonia figuran dentro de los primeros veinte destinos de esta clase inversión.

En lo individual México se ha colocado como rumbo preferencial para los inversionistas en los últimos años, sin embargo aún a la fecha tiene en su agenda nacional reformas de estado pendientes que le obstruyen su repunte, al tiempo que la renegociación del tratado de libre comercio del atlántico norte, con lo cual le ha costado la pérdida de posiciones en relación a sus competidores cercanos en cuanto a inversiones como son China y Brasil, teniendo a su vez de frente a países como Polonia, la República Checa, en Europa del Este, por sólo citar algunos.



Se aprecia un marcado interés de los inversionistas por la república Popular de China, el crecimiento de las inversiones en México indica que si bien este país goza de privilegios en la captación de recursos de esta índole, estará entonces en cuestión, ya si se le compara con otros países que no tienen tanta proximidad geográfica con Estados Unidos de América o que no tengan las ventajas del TLCAN.

Así mismo téngase presente que la apertura de México hacia otros grandes bloques mercantiles, impulsaron su grado de competitividad, ya sea por el reconocimiento de calidad de exportación, costos y beneficios interesantes en el intercambio que sin dejar de lado la exposición de sus tradiciones para el gusto exótico y selecto.

Cabe señalar que a razón de la crisis que sufrió México en 1994, tuvo que efectuar por las condiciones apremiantes, cambios en su estructura de estado que si bien pudo haber sido una clase de reforma de primera instancia que así mismo le permitió lograr avances importantes para contrarrestar dicha crisis, luego entonces, se observa ahora que requiere de una nueva reforma que no sólo refuerce su estructura, sino que le permita crecer como nación y mejorar sus ventajas competitivas.



## Permitir que todos compitan

El objetivo clave del gobierno es hacer todo lo posible para el sector privado, excepto impedir la competencia. adoptando una perspectiva "microeconómica" o de nivel empresarial, el gobierno puede desarrollar una infraestructura especializada, proporcionar una educación primaria excelente y crear incentivos para que el sector privado desarrolle una educación técnica y universitaria. Juntos, ambos sectores promoverán alianzas de adiestramiento entre el gobierno y el sector privado y entre el sector privado y los centros académicos.

El gobierno también puede crear un entorno en el cual puedan desarrollarse alianzas nacionales e internacionales, nuevamente, siempre que no obstaculicen la competencia. Desde el punto de vista de la demanda, el gobierno puede crear leyes antimonopólicas para fomentar la competencia y estructuras industriales atractivas. Pero en última instancia, los gobiernos deben crear un entorno que promueva el aprendizaje, estimule la formación de industrias relacionadas y de apoyo y estimule a las empresas a concentrarse en los mercados internacionales.



## Mensajes específicos que los líderes gubernamentales han de considerar:

### Ministro de Comercio.

Las exportaciones sofisticadas son la clave de la creación y la distribución de la riqueza, desafortunadamente, demasiados ministerios de comercio y organismos de promoción de exportaciones están suscribiendo acuerdos comerciales con países que no son sus socios naturales o que tienen perfiles de exportación y competitividad muy similares.

Cuando un país exporta sus productos relativamente "simples" a consumidores sofisticados y sus productos relativamente "superiores" a países menos sofisticados, existe poco o ningún incentivo para concentrarse en productos que ofrecen un valor agregado más alto.

Con frecuencia estos ministerios están dirigidos por macroeconomistas con poco conocimiento de los desafíos diarios de la exportación, pero deben aprender a "pensar en términos microeconómicos" si quieren ayudar a los exportadores con conocimientos y estrategias de mercado de más alta calidad.

Este ministerio también desempeñará un papel con otros líderes gubernamentales, creando un entorno favorable a la inversión extranjera directa. El ministerio puede ayudar a identificar los mejores mercados para el exportador existente y atraer inversiones para ayudar a desarrollar industrias de apoyo.



El ministro no debe intentar alcanzar estas metas mediante el uso de subsidios, donaciones o ventajas impositivas, sino mediante la cooperación con otros ministerios y con el sector privado. El objetivo debe ser realizar inversiones específicas en recursos humanos e infraestructura especializada para que los inversionistas perciban al país como un buen lugar para invertir.

El ministro de comercio será más un facilitador de discusiones y un estudiante, que un burócrata que proporciona acceso entre los exportadores y el mercado internacional o entre los inversionistas y el mercado local.

#### Ministro de Desarrollo y Planificación.

Este Ministro tendrá tres prioridades en la creación y la distribución de riqueza: el entorno general de competitividad (con especial atención a la infraestructura), un diálogo productivo con el sector privado y la transformación de la economía en una base productiva para los inversionistas extranjeros.

Específicamente, el ministro procurará crear ventajas avanzadas y especializadas para el sector privado, en base a la visión estratégica del sector. Estas mejoras incluirán, pero no se limitarán, a inversiones en carreteras, comunicaciones, recursos humanos especializados, un menor costo del capital e instituciones de aprendizaje técnico y comercial.





Si bien el ministro de comercio se dedica principalmente a impulsar exportaciones complejas y el ministro de desarrollo al entorno competitivo nacional, el nuevo modelo pone de relieve que el comercio, el entorno competitivo y la creación y distribución de riqueza están inexorablemente entrelazados. Por lo tanto, ambos ministros tendrán la responsabilidad de ayudar a atraer la inversión extranjera directa más deseable: la inversión en ventajas sofisticadas que permiten la exportación de productos complejos.

#### Ministro de Finanzas.

Este ministro tiene tres objetivos, en primer lugar, un entorno macroeconómico estable es una condición necesaria pero insuficiente para el desarrollo de un entorno "basado en la innovación", la prioridad aquí es mantener un tipo de cambio estable, que servirá para costear adecuadamente la productividad de los insumos de los exportadores locales y los inversionistas extranjeros.

Cuando una moneda está subvaluada, ocurren dos cosas: Primero, hace que las exportaciones sean artificialmente baratas, lo que inhibe las presiones competitivas que de otra forma impulsarían a los exportadores a introducir mejoras. Segundo, el país exporta su riqueza a precios bajos y la vende barata a los consumidores extranjeros.

Ello también tendrá el impacto de hacer que el precio de algunos insumos extranjeros necesarios quede fuera del alcance de muchos exportadores, obstaculizando su capacidad para mejorar sus productos. El ministro de finanzas deberá ignorar las protestas de las empresas acostumbradas a la buena época de la protección y la moneda barata.



En segundo lugar, es fundamental que los líderes gubernamentales procuren modernizar el sistema impositivo y de adquisiciones del gobierno. El ministro de Finanzas, específicamente, debe intentar mejorar la capacidad del país para crear incentivos en favor de una mayor productividad mediante impuestos y gastos. Ejemplos de ello podrían ser el otorgamiento de ventajas tributarias a las empresas que invierten agresivamente en adiestramiento y el desarrollo de mecanismos de compras gubernamentales que obliguen a los proveedores locales a competir en base a la calidad en vez del precio.

En tercer lugar, los responsables de las políticas deben enfrentar el dilema de los costos ocultos, que obstaculizan la modernización de la economía y la atracción de inversionistas extranjeros. Los costos ocultos están perjudicando a países como Bolivia: muchos de sus exportadores están amenazando trasladar toda su producción a otros países. Los inversionistas extranjeros, aún los que actúan en una región acostumbrada a la incertidumbre, se niegan a invertir en razón de los costos ocultos.

Estos costos son una función de muchas cosas, entre ellas la confianza inherente en la sociedad, el sistema jurídico, y la tradición de prácticas comerciales del país.

La clave es que los principales funcionarios gubernamentales deben comenzar a ver su papel no sólo como guardianes frente al "corrupto y ambicioso" sector privado, sino también como una fuente de creación de ventajas no fácilmente imitadas por otros países.



Estos funcionarios gubernamentales también deben procurar ayudar a las empresas a competir haciendo todo lo que pueden, menos impedir la competencia nacional o proteger a las empresas de las presiones externas.

#### La voz del Sector Privado.

Como en el caso de los funcionarios gubernamentales, el objetivo clave de los líderes del sector privado será agregar un valor especial a los productos de interés para los consumidores sofisticados, que los premiarán con mayores márgenes de utilidades.

#### Asociaciones empresariales.

Los grupos empresariales desempeñan un papel crítico impulsando al gobierno hacia la reforma. Pero la forma en que lo hacen depende de la manera en que están estructurados en cada país. En los países donde la ley obliga la participación de todas las empresas en las cámaras de comercio, los gobiernos comúnmente han utilizado estas organizaciones clave para controlar al sector privado.

En esta situación, cualquier influencia que tengan sobre la política gubernamental se realiza principalmente a puertas cerradas. Donde la participación en las cámaras es voluntaria, han estado más libres para desempeñar abiertamente el papel de defensores, presionando al gobierno a adoptar políticas que permiten a las empresas prosperar.



Las asociaciones industriales y las cámaras de comercio necesitan crear más programas de educación ejecutiva con el fin de incrementar la eficiencia de las empresas, así como enseñar a los empresarios y los funcionarios públicos a considerar el horizonte de posibilidades. Los programas de estrategia empresarial y comportamiento institucional podrían ser más importantes que los seminarios sobre la teoría de competencia básica, reestructuración y calidad total, aunque éstos también serían valiosos.

#### Instituciones Académicas.

Las instituciones académicas tienden a estar alejadas de la comunidad empresarial y generalmente actúan solamente en forma reactiva. La mayor parte de ellas no están lo suficientemente orientadas a la acción y a asumir riesgos como para desempeñar el papel histórico de iniciar verdaderos cambios en ambientes difíciles.

Los académicos representan una fuente avanzada y especializada, pero subutilizada, de ventajas para sus países. Como dijo recientemente un académico: "si somos tan inteligentes y tan atentos a nuestro ambiente, ¿por qué es que los académicos no son los más inteligentes del mundo con respecto a la hiperinflación? ¿Por qué necesitamos que los académicos de Harvard nos expliquen la hiperinflación, cuando Massachussets nunca la ha experimentado?"



### Inversionistas Extranjeros.

La estrategia de los inversionistas extranjeros varía considerablemente de un país a otro, dependiendo de la ganancia potencial que perciben en cada entorno. Los países con grandes mercados de consumidores (como China o India) o los que cuentan con particulares estructuras económicas, políticas o sociales (como Rusia) pueden atraer inversionistas extranjeros para ayudarles a crear una ventaja competitiva a largo plazo.

En los países más pobres del mundo, los inversionistas extranjeros generalmente no ven más que la oportunidad de extraer materiales básicos, utilizar mano de obra barata o vender productos y servicios no sofisticados. En estas circunstancias, es raro encontrar inversionistas que perciban la oportunidad de obtener ganancias mediante la modernización del entorno competitivo del país. Los inversionistas extranjeros tienen pocos incentivos para hacer un esfuerzo por mejorar la situación de muchos de estos países, ya que supuestamente pueden invertir en otros lugares.

Pero existe la posibilidad de crear un sistema de ventajas sostenibles para aquellos inversionistas que desean invertir a largo plazo. Algunos inversionistas trabajan conjuntamente con las asociaciones empresariales para reducir el costo de los insumos con el fin de beneficiarse de los bajos costos relativos. Los inversionistas extranjeros y nacionales deben comprender que no vale la pena solicitar la ayuda del gobierno para reducir el costo de los insumos con el fin de poder competir en el mercado mundial, esta no es ciertamente la forma en que las empresas más competitivas logran éxito.



### Empresas y empresarios privados.

Las empresas y los empresarios privados tienden a pensar a corto plazo, evitando riesgos e insistiendo constantemente en que lo único que buscan es "una base equitativa" para competir con otras empresas. Con frecuencia, las empresas trabajan con asociaciones y otros grupos para solicitar ayuda del gobierno que les proporcione ventajas en materia de costos. Creemos que el costo de este tipo de cabildeo constituye un costo oculto del comercio en los países en desarrollo y una fuerza que se opone a la modernización del entorno competitivo.

### Fijando metas

¿Cómo deben los líderes gubernamentales y del sector privado percibir sus objetivos? su objetivo debe ser modernizar el entorno competitivo y encontrar formas de aprender acerca de los consumidores sofisticados para poder proporcionarles un valor especial. Al mismo tiempo, necesitan generar confianza dentro del país, entre el sector privado y el gobierno y dentro del propio sector privado. Deben cooperar entre sí creando un eficiente sistema de justicia que proteja las inversiones en innovación y la propiedad tangible e intangible.

Por último, y posiblemente ello sea lo más importante, deben desarrollar mecanismos de aprendizaje que constantemente prueben y proporcionen nuevas perspectivas, para que el país desarrolle normas de comportamiento congruentes con el consumidor mundial y las tendencias de los competidores.



## La libertad económica y el crecimiento de los Mercados Emergentes.

El crecimiento económico es complejo por naturaleza. Así como el rendimiento de un equipo atlético refleja el esfuerzo conjunto de los miembros del equipo, el crecimiento económico está determinado en forma conjunta por varios factores, y así como uno o dos jugadores débiles pueden reducir sustancialmente el rendimiento del equipo, la aplicación de una política contraproducente en uno o dos campos puede perjudicar sustancialmente los resultados globales de la economía.

En consecuencia, es importante que los países adopten una estrategia integral para crear un entorno económico conducente al crecimiento. Esta es la conclusión de un índice complejo destinado a identificar el efecto de las instituciones y políticas de un país sobre la libertad económica y el crecimiento.

### Un entorno favorable

La organización y las políticas institucionales de un país también influirán sobre el crecimiento y la eficiencia en el uso de los recursos. ¿Cómo pueden las políticas públicas establecer un entorno que contribuya a promover el crecimiento y el desarrollo? creemos que la teoría económica y la experiencia de los países que se han orientado hacia el liberalismo económico arrojan luz sobre este interrogante.

La teoría económica sugiere que la propiedad privada, un entorno monetario estable, los bajos impuestos y la libertad de intercambio contribuyen a la prosperidad económica.



Analicemos en mayor detalle cada uno de estos factores:

#### ▣ La seguridad de los derechos de propiedad.

La propiedad privada provee protección legal contra quienes utilizarían la violencia, el robo o el fraude para apropiarse de lo que no les pertenece. Lo importante acerca de la propiedad privada es la estructura de incentivos que crea. Cuando los derechos de propiedad están definidos y se cumplen, las personas se ayudan y cooperan entre sí.

Los empleadores, por ejemplo, deben proporcionar a potenciales empleados y proveedores por lo menos las mismas oportunidades que podrían obtener en otros lugares. Para tener éxito, los empresarios deben proporcionar a sus posibles clientes bienes y servicios de alto valor (en relación con el costo). Además, los empresarios tienen un incentivo para realizar un mantenimiento y una conservación prudentes. Si no logran mantener adecuadamente sus activos, el valor de los mismos y su riqueza disminuirán.

#### ▣ Dinero y precios estables.

Un entorno monetario estable constituye la base del eficiente funcionamiento de una economía de mercado. Por el contrario, la inestabilidad monetaria y de precios torna impredecibles el nivel de precios y los precios relativos, genera incertidumbre y socava la seguridad de los intercambios contractuales. Los particulares y las empresas no pueden formular planes sensatos a largo plazo cuando los precios, por ejemplo, aumentan un 20% en un año, un 50% el otro y un 15% el siguiente.





### ▣ Bajas tasas tributarias marginales.

Cuando las elevadas tasas tributarias marginales absorben una gran parte del fruto de las actividades productivas, se reduce el incentivo para que las personas trabajen y encaren inversiones. Las elevadas tasas tributarias pueden hacer también que los ciudadanos más productivos de un país se desplacen a otros países en los que los impuestos son más bajos y pueden desalentar a los extranjeros a financiar proyectos esenciales de inversión. Los altos impuestos sobre el empleo también pueden reducir la eficiencia económica. Cuando existe una profunda brecha entre el costo que representa para el empleador la contratación de trabajadores y el ingreso de los empleados, se reduce el empleo en la economía formal. Tales políticas impulsan a los trabajadores hacia la economía informal, en la cual la estructura jurídica es menos efectiva y los derechos de propiedad menos seguros.

### ▣ libertad de intercambio.

La expectativa de ganancias proporciona la motivación para el intercambio. Este permite a las personas beneficiarse de la especialización, la canalización de recursos a aquellas áreas en las cuales tienen una ventaja comparativa, y la adopción de procesos de producción masiva.

El comercio internacional también permite a los residentes de cada país destinar un mayor volumen de recursos a la producción y la venta de aquello que realizan bien y utilizar las ganancias para adquirir bienes que sólo podrían producirse internamente a un alto costo.



Las barreras al comercio internacional, como los aranceles y las cuotas, así como los controles cambiarios, obstaculizan este proceso y en consecuencia retardan el progreso económico.

El índice de libertad económica refleja estos factores. Contiene 17 componentes que se dividen en cuatro áreas principales: dinero e inflación, operaciones gubernamentales, tomas ("takings") y comercio internacional. *economic freedom for the world: 1975-1995* contiene una explicación de la forma en que se construyó el índice y la presentación de las estimaciones para más de 100 países pioneros de la liberalización esencialmente, el índice de libertad económica mide el grado en que los países proporcionan un entorno que permite a las personas comerciar entre sí y retener los ingresos derivados de las actividades productivas.

La economía de Hong Kong recibió la clasificación más alta del mundo en el período 1993-95, lo que también logró en cada uno de los años anteriores. Hong Kong asimismo recibió una clasificación más alta que cualquiera de los países de altos ingresos.

Entre los otros países menos desarrollados, Singapur, Malasia, Tailandia, Costa Rica, Taiwán y Panamá recibieron las clasificaciones más altas durante el período 1993-95. Del otro lado del espectro, el índice indica que las economías de Rumania, Burundi, Brasil, Nicaragua, Siria, Argelia, Irán y Zaire fueron las menos libres del mundo durante ese período.



**Cuadro I**  
**Clasificación de la libertad económica, 1993-95**

Hong Kong	9,0	Bulgaria	4,4
Singapur	8,2	Ghana	
Malasia	7,1	India	
Tailandia	6,9	Túnez	4,3
Costa Rica	6,8	Turquía	4,2
Taiwan		Bangladesh	
Panamá		Israel	
Corea del Sur	6,7	Egipto	
Bélico	6,3	Mali	4,1
Argentina	6,2	Eslovaquia	
Chile		Camerún	4,0
Uruguay		Malawi	
Guatemala		Kenya	
Bolivia	6,1	Senegal	3,9
Jamaica		República Centroafricana	
Mauricio		Venezuela	
El Salvador	6,0	Marruecos	
Filipinas		Sierra Leon	3,8
Trinidad y Tobago		Benin	3,7
Paraguay	5,9	Niger	3,6
Fiji	5,8	Rwanda	3,5
Portugal		Togo	
Malta		República del Congo	
Indonesia		Zimbabue	3,4
México	5,7	Hungría	
Botswana	5,6	Nepal	
Perú	5,5	Madagascar	3,3
Honduras		Nigeria	
Ecuador	5,4	Côte d'Ivoire	3,2
Colombia	5,3	Tanzania	
República Checa	5,2	Haití	
Pakistán		Zambia	3,1
República Dominicana	5,0	Uganda	
Grecia	4,9	Rumania	3,0
Chipre		Burundi	2,9
Sudáfrica		Brazil	2,8
Jordania	4,8	Nicaragua	2,7
Sri Lanka		Siria	2,4
Polonia		Argelia	2,1
Gabón	4,7	Irán	1,9
Chad	4,5	Zaire	

Si la libertad económica no ejerciera un impacto positivo sobre el crecimiento y eventualmente sobre el nivel de ingreso, no existiría razón para que las cifras de ingreso y crecimiento estuvieran positivamente correlacionadas con la clasificación del índice.



Podrían correlacionarse negativamente, o podría no existir ninguna correlación. Esta correlación positiva sugiere que los países que aplican políticas más consistentes con la libertad económica se benefician con un crecimiento económico más rápido que lleva a un estándar de vida más alto.

En muchas formas, el cambio en la clasificación de un país a lo largo del tiempo es más importante que la clasificación recibida durante un determinado período. Como se requerirá tiempo para convencer a las autoridades y a los empresarios de que el cambio es permanente y no temporáneo, la relación de año a año entre un cambio en la libertad económica y el crecimiento probablemente es débil.

Sin embargo, si se analiza a través de un período más largo, un movimiento hacia la liberalización económica debería ejercer un impacto positivo sobre el crecimiento del ingreso. En consecuencia, un cambio hacia mayor libertad económica probablemente se asocie con un crecimiento lento y posiblemente con una disminución de los ingresos.

Los 12 países con el mayor incremento en términos de libertad económica alcanzaron significativas tasas de crecimiento durante el período 1985-94, en realidad, el crecimiento más lento del PIB per cápita en este grupo fue la tasa del 2,1% registrada en Jamaica y Costa Rica. En promedio, el PIB per cápita de los países más libres creció a una tasa del 4% anual entre 1985 y 1994. A esta tasa, el ingreso per cápita se duplicaría cada 18 años.



Donde no hay libertad el comportamiento económico de los países que restringieron la libertad económica durante el período 1975-90 muestra un marcado contraste con el de las economías que se movieron hacia la liberalización. En los 11 países en los cuales disminuyó el índice de libertad económica, la tasa anual del PIB real per cápita decreció, en promedio, al 1,2% durante el período 1985-94 siete de los 11 países que aplicaron prácticas más restrictivas experimentaron reducciones en el PIB real per cápita. Ninguno logró una tasa de crecimiento significativa. Entre esos países, las mejores tasas de crecimiento fueron del 0,5% en Marruecos y Tanzania.

Además, con la excepción de Mauricio, en la actualidad los ciudadanos de cada uno de estos países pueden mantener legalmente cuentas bancarias en divisas, mientras que hace veinte años todos menos dos de ellos lo habían prohibido. Estas cuentas proporcionan a los ciudadanos una forma de mantener efectivo como una reserva de valor y ofrecen una forma más fácil de enfrentar la inestabilidad monetaria y de precios.

Por ejemplo, la alta y variable tasa de inflación experimentada en Turquía durante la última década casi con seguridad habría debilitado su rendimiento económico si los turcos no hubieran podido mantener reservas en monedas más estables.

Como parte integral de esta estrategia de liberalización, cada uno de estos países también redujo significativamente la tasa impositiva marginal máxima del ingreso personal. En 1975, la tasa máxima en los 12 países era del 50% o más. Excepto en Turquía, ello ya no ocurría en 1994.



Durante las dos últimas décadas, la tasa marginal máxima de Chile se redujo del 80 al 48%, la de Jamaica del 60 al 25%, la de Malasia del 50 al 34% y la de Portugal del 82 al 40%.

El índice utilizó datos sobre aranceles, controles de cambio (el tamaño de la prima cambiaria del mercado negro) y el tamaño del sector comercial para reflejar la presencia de restricciones al comercio exterior. Los cambios en el tamaño relativo del sector comercial (utilizando la fórmula de la mitad de las exportaciones más importaciones como porcentaje del PIB) también reflejan el relajamiento de varias barreras comerciales.

Durante las dos últimas décadas, el tamaño relativo del comercio exterior se ha incrementado en cada uno de los 12 países "de mayor mejoramiento". En varios casos, el incremento ha sido espectacular. Por ejemplo, este sector como porcentaje de la economía se duplicó o casi duplicó en Jamaica, Malasia, Turquía y Tailandia. Dado su tamaño y población, el comercio exterior de Egipto, Singapur e Indonesia ya era bastante grande, mereciendo altas clasificaciones en esta área clave.

El índice de confianza de mercados emergente se elabora a partir de una encuesta realizada entre directivos de las empresas del club de exportadores. En dicha encuesta, los directivos valoran una serie de factores (perspectivas de crecimiento, de solvencia, de estabilidad política, importancia política para España, etc.) para siete grandes zonas emergentes del mundo (Asia, Latinoamérica, Europa del este, CEI, oriente medio, Magreb y África subsahariana). La presente es la octava edición del índice, que se realiza dos veces al año.



## Algunos resultados destacados

Latinoamérica es la zona con mayor valoración global, que vuelve a obtener la misma valoración que la recogida en las dos últimas ediciones del índice, 7,1 puntos. La valoración positiva que se realiza en cuanto a las perspectivas de solvencia y estabilidad política, se ve contrarrestada por el retroceso en la valoración del tamaño de la economía y las perspectivas de crecimiento.

A pesar de que la puntuación obtenida en la importancia política para España se mantiene, y que la valoración de la potencialidad de la oferta española disminuye levemente, Latinoamérica sigue siendo el mercado más valorado de acuerdo a estos dos criterios.

El magreb es otra de las zonas que se beneficia de una mejora general en su valoración en esta edición del índice, ocupando el segundo lugar entre todas las zonas en importancia política y potencialidad de oferta.

La zona de Europa del este ocupa nuevamente la segunda posición en cuanto a valoración global, aumentando en 3 décimas la puntuación obtenida en el índice anterior. Este incremento es debido a la mejora en la valoración del conjunto de variables índice de confianza octubre 2004-a 3 iberglobal - club de exportadores analizados, especialmente la perspectiva de estabilidad política que experimenta un mayor crecimiento.



Asia mantiene su puntuación global, estabilizando de este modo el receso experimentado en la edición anterior. Este resultado se debe a la valoración positiva de cada una de las variables analizadas, excepto de los indicadores relativos a la importancia política y la potencialidad de oferta, cuya puntuación disminuye levemente.

Oriente medio, es la zona menos valorada después de África subsahariana, a pesar de esto, su puntuación global se incrementa debido a la mejora de la mayor parte de los indicadores valorados. La importancia política es el único factor que sufre una disminución en su puntuación.

La región de África subsahariana vuelve a tener la puntuación más baja de todas las zonas recogidas en el índice. La valoración de la mayoría de las variables ha disminuido, solamente la importancia política y la potencialidad de oferta experimentan una mejora en su puntuación.

Por último, la comunidad de estados independientes CEI experimenta un pequeño retroceso en cuanto a la valoración global. Las perspectivas de solvencia y la potencialidad de oferta son los únicos factores que obtienen una mayor puntuación que en el índice anterior.

En esta edición del índice mejora la valoración de una mayoría de las regiones, por lo que parece comenzar a superarse el pesimismo que se había reflejado en las dos anteriores ediciones del índice.





## Algunos comentarios sobre los resultados del índice de confianza de mercados emergentes.

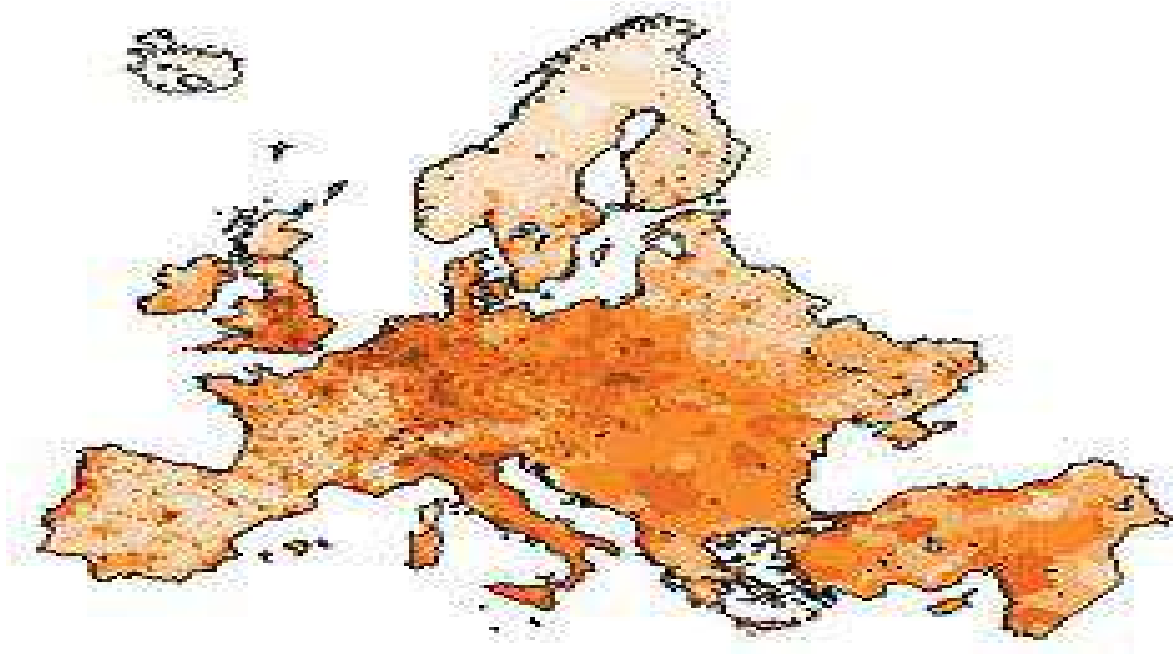
Desde un punto de vista global, cabe señalar que las perspectivas de las empresas en torno a la evolución de los mercados emergentes muestra, por primera vez en, prácticamente, un año, una situación de optimismo. Ello se pone de manifiesto por dos vías. En primer lugar, todas las áreas geográficas consideradas, a excepción de la CEI, mantienen o mejoran sus índices totales.

Por otro lado, para poder medir esta evolución de una manera agregada, se ha incorporado al análisis una nueva herramienta: el índice global de valoración de los mercados emergentes. Dicho índice recoge la opinión de los empresarios acerca del mercado de los países emergentes en su conjunto, ponderando y agregando los índices parciales que conforman la encuesta. Su estudio corrobora la conclusión anterior, en el sentido de que parece que hayamos llegado a un punto de inflexión en torno a la tendencia pesimista que caracterizaba la opinión de los empresarios acerca de los mercados de los países emergentes.

Para poder interpretar los motivos de este cambio de actitud de los empresarios, es necesario recurrir a los índices parciales, y, así, es posible señalar que el principal motor de este cambio de actitud es Europa del este, que manifiesta una mejoría en, absolutamente, todos sus índices parciales.



En este sentido es de destacar como los empresarios consideran que las perspectivas de solvencia de los países de Europa del este igualan, prácticamente, al, hasta ahora, área mejor considerada por este concepto, esto es, Asia.



Igualmente, es muy destacable el posicionamiento de esta área en lo tocante a estabilidad política, la zona mejor considerada por este índice parcial, y el notable crecimiento que los exportadores conceden a la importancia política que tiene esta zona. Posiblemente, los motivos de fondo que alimentan estas tendencias sean, básicamente dos: En primer lugar, es posible que la consolidación y aceleración del proceso de desarme arancelario, y aproximación económica, consustanciales al ingreso de algunos de estos países al mercado de la unión europea y del acceso a la condición de países candidatos de otros, esté, lentamente, produciendo un cambio en la consideración que los exportadores tienen de estos mercados, pasando a concebirlos como "mercado interior".

En definitiva, es posible que estemos asistiendo a un cambio estructural del perfil exportador; de manera, que es muy posible que en un futuro no muy lejano se tenga que plantear la continuidad de esta zona dentro del índice de mercados emergentes, a fin de preservar la significatividad de éste.

Esta tesis acerca de la consideración del "mercado interior" de los países de Europa del este por parte de los exportadores tiene también un importante elemento coyuntural como es que una de las mayores dificultades del momento presente para el desarrollo de la actividad exportadora sea la evolución de la cotización del euro.

En este sentido y por motivos obvios, los flujos exportadores hacia estos países son menos sensibles a esta variable, factor éste que alienta el optimismo comparativo de los exportadores en relación a esta zona del mundo.

Esta ganancia en la apreciación de Europa del este por parte de los exportadores es consistente con dos tendencias adicionales como son, en primer lugar, el estancamiento de Asia y de América Latina, y la posible recuperación de la confianza empresarial en el magreb.

En el estancamiento de Asia, posiblemente, tenga algo que ver el agotamiento del impulso que supuso el "Plan Asia" y la carencia de una iniciativa que tomara el relevo de aquella en esta parte del mundo tras su finalización.



Ciertamente, las espectaculares tasas de crecimiento de las dos principales economías de aquel continente, India y China, parecerían contradictorias con este estancamiento de la consideración de estos mercados por parte de los exportadores.

En lo relativo a América Latina, parece importante destacar que el principal factor de estancamiento parecen ser los elementos de carácter económico; esto es, los índices parciales de naturaleza política, como son la valoración de la estabilidad política de la zona, muestran constancia o notables mejorías.

Sin embargo, consideraciones de corte económico como la capacidad de pago, la potencialidad de la oferta o el tamaño de la economía muestran una evolución negativa.

En consecuencia, la evolución futura de la valoración de la evolución política latinoamericana por parte de los exportadores será determinante de la evaluación global de esta región.





El magreb también manifiesta una mejora en todos los índices parciales. Esta mejoría es especialmente significativa en los índices de naturaleza política y, en cierta medida, cabe especular acerca de la influencia que sobre esta evolución tienen las nuevas orientaciones de las políticas exteriores.

En esencia, será la consistencia de esta evolución positiva la que confirme esta hipótesis, pues, como se ha comprobado en ocasiones anteriores con otras áreas, un impulso político inicial carente de un apoyo instrumental específico termina por agotar las favorables expectativas iniciales de las empresas exportadoras por estos mercados.

Analizar y valorar los diferentes mercados emergentes del mundo tiene un indudable interés, tanto para la administración comercial para las empresas. Este tipo de análisis admite enfoques muy diversos. Uno de ellos consiste en considerar la opinión de las empresas que operan en estos mercados.

Por ello, el club de empresas exportadoras (integrado por más de 80 empresas que operan de manera muy fundamental en los mercados emergentes) e iberglobal han acordado establecer una línea conjunta de trabajo, con el fin de elaborar un índice de confianza de las empresas en los mercados emergentes, índice que se elabora mediante una encuesta que se realiza de forma periódica entre directivos de las empresas del club, y que ofrece una valoración de las principales zonas geográficas y países emergentes del mundo desde el punto de vista de su interés económico y comercial. En abril de 2001 se realizó la primera edición del índice. Ahora se presentan los resultados de la octava encuesta.

Este índice de confianza tiene algunas características que es importante tener en cuenta:

Recoge la valoración de las empresas consultadas no solo desde un punto de vista general, sino también para cada uno de los diferentes aspectos individuales que se consideran la encuesta (perspectivas de solvencia o perspectivas de estabilidad política, por ejemplo).



La valoración de las zonas es esencialmente relativa. Es decir, el resultado sustancial de la encuesta no es tanto, por ejemplo, que Latinoamérica tenga un índice de 7,1, sino comparar esta valoración con la de las demás zonas geográficas.

Igualmente, la evolución a lo largo del tiempo permitirá conocer cómo va cambiando, según la percepción de las empresas encuestadas, la valoración de las zonas y países.

Esta evolución temporal del índice puede ser un elemento de información de utilidad tanto para el diseño de estrategia de las empresas como para el diseño de la política comercial.

#### Zonas consideradas:

El índice se refiere a mercados emergentes (no se han incluido por tanto la UE y Estados Unidos), por cuanto presentan unas condiciones muy diferenciadas en lo que se refiere a características de la exportación, incidencia de la política económica exterior, etc. Se estimó oportuno separar las regiones de Europa del este y CEI (Comunidad de Estados Independientes), ya que así se puede puntuar de forma independiente esta área geográfica, cada vez con una mayor relevancia en el comercio internacional.



Las zonas consideradas, y los países valorados individualmente dentro de cada una de ellas, son las siguientes:

- Latinoamérica
- Magreb
- África Subsahariana
- Oriente Medio
- Asia
- Europa del este
- CEI (Comunidad de Estados Independientes)

#### Criterios de valoración

Se han considerado tres grandes criterios de valoración, que se explican a continuación:

#### 1. Potencialidad del Mercado

Con este criterio se engloban factores que determinan la capacidad de negocio de una zona o un país. A su vez, se ha considerado que dentro de este criterio se pueden distinguir cuatro aspectos principales:

1.1. Tamaño del mercado: volumen de población, extensión, nivel de desarrollo, grado de apertura y propensión a importar, etc.





1.2. Perspectivas de crecimiento e impacto de éste en las relaciones económicas con el exterior: previsiones de crecimiento económico, seguimiento de una política económica ortodoxa, seguimiento de una política económica que favorece la apertura al exterior.

1.3. Perspectivas de solvencia de la balanza de pagos. Un país puede tener un gran tamaño económico y un alto crecimiento, pero si éste no tiene unas bases apropiadas de solvencia, se producirá tarde o temprano una crisis de balanza de pagos que repercutirá en su crecimiento económico y en su potencialidad de mercado.

1.4. Perspectivas de estabilidad política. Aunque los anteriores factores fueran positivos, los conflictos políticos pueden lógicamente afectar negativamente el crecimiento de una economía y su potencial de mercado.

## 2. Importancia política.

Con este criterio se consideran una serie de factores que no son estrictamente políticos, sino también culturales, históricos, de seguridad, etc. (por ejemplo, cabe esperar que Latinoamérica obtenga una valoración relativamente alta en este punto, por sus vinculaciones históricas y culturales con España, así como Marruecos la obtendría por sus implicaciones de seguridad).



### 3. Potencialidad de la oferta.

Este criterio pretende recoger las posibilidades-ventajas que pueden tener las empresas y productos en función de aspectos como: imagen y conocimiento que se tenga del medio; referencias y éxitos obtenidos previamente en el mercado; existencia en la zona o país de demanda de un tipo de productos en los que existe competencia a nivel internacional; existencia en la zona o país de una presencia dominante de otros competidores, por razones políticas, culturales, histórica, lo cual podría suponer una mayor dificultad para la entrada de las empresas.

### Intolerancia a la deuda en Mercados Emergentes.

Los países industrializados pueden vivir con más altos niveles de deuda que las naciones en desarrollo. Mientras los organismos multilaterales juntan fuerzas para enfrentar el alto endeudamiento de algunos países, en muchas naciones la situación es apremiante a pesar de que su deuda externa es relativamente baja.

Un análisis reciente revela que los países con un historial de alta inflación y repetidas cesaciones de pago --principalmente naciones en desarrollo-- soportan cada vez menos el endeudamiento.

“Los niveles de tolerancia a la deuda externa son incómodamente bajos”, en todo caso, las olas de sucesivas cesaciones de pagos han sido frecuentes a lo largo de la historia porque los países raramente logran deshacerse de sus deudas.



La salida más común de una deuda es declararse en cesación de pagos. "los gobiernos son intolerantes a pagar, no a pedir prestado".

Se presentó en el Banco Interamericano de Desarrollo, un estudio sobre incumplimiento de deuda, según el estudio, la deuda considerada razonable es "sorprendentemente" menor en los países en desarrollo que en las naciones industrializadas. La relación deuda/pgb considerada aceptable para el total de los países en desarrollo oscila en torno al 35%, pero en algunos países con alta inflación y poco acceso al crédito esa tasa es mucho menor y llega hasta el 15% en algunos casos. "la intolerancia a la deuda se manifiesta en las extremadas dificultades de muchos mercados emergentes frente a niveles de deuda que en países desarrollados serían considerados manejables".

La tolerancia a la deuda depende de la historia de incumplimiento y niveles de inflación de un país, revela el estudio. Analizando los países de ingresos medios desde 1970 hasta ahora, menos del 17 por ciento de las cesaciones de pago o reestructuraciones de deuda se produjeron cuando la deuda externa era mayor al 100% del pgb y cerca de la mitad ocurrió a tasas menores al 60 por ciento.

Estas cifras muestran que no tiene sentido aplicar a los mercados emergentes las tasas de endeudamiento sobre producto consideradas aceptables para los países industrializados.



Actualmente la deuda externa está siendo reemplazada por deuda "interna" atada al precio del dólar, los inversionistas extranjeros están comprando esa deuda, todo lo cual aumenta el problema del endeudamiento externo.

Los países deben poner atención a su intolerancia a la deuda doméstica, ya que ella podría convertirse en otro grave problema. Endeudarse es una manera de evadir decisiones presupuestarias y fiscales difíciles, en gran medida, la deuda ha reemplazado al impuesto inflación, que también es una forma de incumplimiento de pagos.

Según el estudio, entender y medir la intolerancia a la deuda es clave para estimar las tasas sostenibles de endeudamiento, evaluar los problemas de reestructuración de la deuda y la integración de los mercados de capital, y la dimensión que debe tener la ayuda internacional para aliviar las crisis de pagos.



## 4.2 INTERCAMBIO COMERCIAL.

Luego de las negociaciones que consolidaron la firma del acuerdo comercial entre los países del norte de América (Canadá, Estados Unidos de América y México), se destacó como uno de los tratados más importantes y significativos en el orden mundial de su tiempo; con factores como la posición geoestratégica inmejorable para los negocios.

Este evento marcó un punto de referencia en la incursión de las economías en desarrollo como protagonistas de acontecimientos a gran escala y de magnitudes de primer nivel. La atención del mundo de los negocios con oportunidad, se orientó hacia aquellas economías con potencial de crecimiento, con mercados de consumo interesante aunado esto a la necesidad que estas economías presentaban en relación a la búsqueda de fuentes de financiamiento más frescas y con mejores condiciones en la amortización de sus deudas o con ideas innovadoras para los gobiernos y el sector empresarial.

De ahí que una de las economías envidiables por su posición fue la mexicana, quien tuvo en ese entonces la representatividad de los que conforman ahora el bloque de países emergentes.



## La proyección de México en el mundo como representante de los emergentes en intercambios comerciales.

En años recientes, Europa reinició este interés firmando un acuerdo de libre comercio e inversiones con Sudáfrica (similar al que tiene la Unión Europea con México) - el primero del África subsahariana - y revisando el esquema preferencial de Lomé-Cotonou para sus excolonias.

La UE y los países del África, Caribe y Pacífico (ACP) iniciaron un proceso que habrá de desembocar en enero de 2008 en la firma de acuerdos de asociación económica, que reflejarán el desarrollo diferenciado de los países, sustituyendo al actual tratado de Cotonou.

El esquema, revisado en 2001, no ha podido ser aprovechado cabalmente por África, más allá el petróleo, minerales y otras materias primas, debido a sus limitaciones de infraestructura recursos humanos y financieros y otros problemas institucionales y de gobierno.

Sin embargo, las exportaciones de ropa se doblaron en un año y países más industrializados, como Sudáfrica, Kenya, Ghana y la Isla Mauricio, han tenido beneficios importantes, sobre todo en las industrias de alimentos, vestidos y auto partes. El proceso no ha estado libre de restricciones. Las peras y el acero inoxidable sudafricanos han tenido problemas, incluyendo impuestos compensatorios, y las prendas de vestir de Kenya, Ghana y Mauricio, se han enfrentado al requisito de usar tela estadounidense en vez de la asiática más competitiva.



La evolución de la economía mundial registra una importante afectación por la incertidumbre, no debemos sacar conclusiones en relación a si ha funcionado o no la firma del Tratado de Libre Comercio entre México y los países de la Unión Europea.

Lo que se debe considerar es que el TLCUE es un buen instrumento de trabajo, donde los gobiernos de México y de los países comunitarios proporcionan enormes facilidades para hacer negocios, y éste es el momento de aprovechar la situación para abrir más mercados a los productos de Europa y México.

A partir de mayo de 2004, la Unión Europea tendrá diez integrantes más – Lituania, Polonia, Hungría, República Checa, Malta y Chipre, entre otras-, lo que aumenta las expectativas comerciales de México en relación con el TLCUE. Esas naciones cuentan con una población de 450 millones de personas, cantidad que representa casi el doble del mercado estadounidense.

Adicionalmente, Bulgaria, Rumania y Turquía continúan en negociaciones para sumarse a la Unión Europea, lo que ampliaría aún más el espectro comercial de México. Por otra parte Nigel Evans comentó que la Unión Europea aportará 3.5 millones de euros para fortalecer el sistema de justicia mexicano, así como proyectos humanitarios en comunidades de Chiapas.

A su vez, la firma Consultores Internacionales hizo un balance a poco más de dos años y medio de la firma del TLCUE, y destaca que para México, los resultados de ese acuerdo han sido magros.



El comercio entre México y la Unión Europea se ha incrementado, pero sólo ha favorecido a la Unión Europea, ya que sus exportaciones aumentaron 9 por ciento entre 2000-2001; en tanto que las ventas mexicanas a esa región decrecieron 5 por ciento en el mismo periodo. En el sector agrícola, nicho en el cual nuestro país podría competir como proveedor en el mercado europeo, ocupa el lugar 33.

Ha quedado claro que África no permanecerá ya al margen de los grandes flujos y reflujos del mercado internacional. Más allá de las grandes inversiones, particularmente de Estados Unidos, en el golfo de Guinea para diversificar fuentes de abastecimiento petrolero fuera del Islam, no hay duda de que los polos de crecimiento y las perspectivas económicas del continente son atractivos hoy en día.

El fin del Apartheid en Sudáfrica, con su gran mercado y recursos, el éxito relativo de la Comunidad de Desarrollo del África del Sur (SADC), el lanzamiento de la Nueva Alianza para el Desarrollo de África y de la nueva Unión Africana están atrayendo las miradas de los gobiernos y las empresas de países desarrollados y países emergentes.

México e Irlanda buscan fortalecer sus relaciones económicas y han dado a conocer que en donde existen mayores posibilidades para establecer asociaciones estratégicas entre empresas de ambos países, es en alimentos, software, tecnologías de la información y agroindustria, entre otros.





México busca con Irlanda asociaciones estratégicas en el sector de alta tecnología, en el cual el país europeo ha sido uno de los más exitosos en nivel mundial por su desarrollo en esta materia.

Cabe destacar que Irlanda en menos de 20 años logró pasar de una nación fundamentalmente rural a ser un país industrializado, y además está considerado por la consultora estadounidense A.T. Kearney como el país más globalizado.

En particular, México tiene interés en desarrollar un mercado de software en idioma español y espera hacer asociaciones entre productores de estos programas de alta tecnología en Irlanda y su equivalente en México.

Egipto podría convertirse en un mercado y un proveedor importante para México, ya que existen muchas oportunidades por la estabilidad y el crecimiento que actualmente muestra su economía, para ello es relevante conocer las opciones que presenta en cuanto a comercio. Las relaciones comerciales entre México y Egipto son relativamente bajas, debido al escaso conocimiento que hay de los dos mercados; sin embargo, "hay un campo fértil para ambos".

México tiene importantes nexos comerciales con sus vecinos países. Existen similitudes entre Egipto y México en los aspectos económicos, sociales e históricos; sin embargo, mucha gente no conoce lo que produce la economía egipcia; "actualmente Egipto es un país muy industrializado y cubre altos estándares de calidad; muchas empresas cuentan con la certificación ISO o producen bajo licencia de empresas transnacionales, y varios productos tienen marca egipcia".



El volumen de comercio bilateral en 2002 alcanzó un monto global de alrededor de 10 millones de dólares, de los cuales 6 millones correspondieron a exportaciones mexicanas y cerca de cuatro millones a importaciones de origen egipcio.

Éste bajo intercambio se debe a que no se conocen las oportunidades que ofrece Egipto. Compañías mexicanas importan productos de Europa o de otros países, sin embargo, desconocen que en Egipto existen productos de igual calidad disponibles, a precios mucho más bajos.

La distancia entre Europa y México es muy similar a la que hay entre Egipto y México, por lo que los costos y tiempos de transportación son semejantes. El precio "libro a bordo" (FOB por sus siglas en inglés) para muchos productos en los puertos egipcios puede ser más bajo, comparado con los precios FOB en los puertos europeos.

Esto quiere decir que el costo final para el importador después de haber pagado fletes y aduanas, todavía es muy competitivo. Egipto ha mostrado una tendencia hacia la estabilización con crecimiento económico real (4.9 por ciento anual) como resultado de la reforma estructural, y se han alcanzado indicadores saludables tal como la estabilidad del tipo de cambio, control de la inflación, incremento del ingreso per cápita entre otras.

Los resultados recientes por productos de la balanza comercial entre México y Egipto indican que hay un potencial importante.



Entre algunos productos que México importa de origen egipcio destacan las hojas de rasurar, las cuales aumentaron 352 por ciento en 2000 con un total de 863 mil dólares; en 2001 descendió la cifra, pero volvió a crecer en 2002 a un nivel cercano a los 800 mil dólares.

Las importaciones egipcias de tapetes son otro ejemplo, ya que mostraron un aumento de 241 por ciento entre 1999 y 2001. Estos altos incrementos indican que el potencial comercial no ha llegado a su máximo, llegar a alianzas estratégicas entre las comunidades empresariales de México y Egipto, para poder alcanzar los potenciales existentes no solamente entre los dos países, sino entre ambas regiones.

México se encuentra inmerso en el marco de la globalización y ante ello es fundamental diversificar el acceso de las empresas mexicanas a los mercados internacionales. Esto incluye tanto información sobre la tendencia de los principales mercados del mundo como el fomento a la presencia de las firmas del país en el exterior.

El segundo mercado en importancia en el orbe está representado por la Unión Europea (UE), que cuenta con empresas de primer nivel, consumidores con alto poder adquisitivo y las más importantes economías con una moneda muy sólida.

Este panorama tan positivo en el presente se ampliará y mejorará todavía más en un futuro próximo, cuando se integren a la Unión Europea diez países más, que harán todavía mucho más interesante este espacio económico para las naciones que entablen negocios con la UE.



La tecnología más innovadora está siendo desarrollada en Alemania, sobre todo en las pequeñas y medianas empresas, debido a que han mostrado una gran capacidad de movimiento y flexibilidad. La ciudad de Munich, capital del Estado Libre de Baviera, donde las empresas pequeñas y medianas han aportado la mayor parte del éxito desarrollo de la economía de dicho estado alemán.

Para México esto tiene dos consecuencias positivas: dado que la mayor parte de sus empresas son también pequeñas y medianas, la economía mexicana podría aprovechar las experiencias que ha tenido su contraparte en Baviera. El segundo efecto benéfico podría expresarse en colaboraciones directas o proyectos conjuntos entre empresas alemanas y mexicanas de su sector.

Entre México y Alemania se siguen dando pasos hacia una mayor relación en materia educativa y para el fomento de las pequeñas y medianas empresas (Pymes). México y Baviera impulsan más la formación profesional mediante el intercambio de estudiantes y catedráticos, y todo lo que tengan que ver con aprendizaje entre los dos países.

Las Pymes también necesitan de ayuda en infraestructura, misma que Alemania está dispuesta a brindar, como también están dispuestos los mexicanos a hacerlo. El sector textil y de la confección tiene un futuro promisorio en México, ya que empresarios alemanes están convencidos de que este país volverá a invertir más en los próximos años.



México tiene un mercado propio de confección bastante grande, y es uno de los proveedores más importantes para la industria de la confección estadounidense. Debido al Tratado de Libre Comercio con la Unión Europea, también este mercado cobra cada vez mayor importancia para la industria mexicana de la confección, además hay que añadir a eso la consolidación de una considerable industria automovilística en México, y con ello la cada vez mayor importancia del procesamiento de los textiles técnicos para el interior del automóvil.

México va a seguir procesando textiles de cada vez mayor sofisticación, y por lo tanto necesitará la adecuada tecnología de producción. Los fabricantes alemanes de maquinaria se conciben en esta tarea como importantes socios para la industria mexicana.

Empresas alemanas siguen manifestando su optimismo por el futuro de México, y este factor es muy importante en la consolidación de las relaciones económicas entre los dos países.

Una muestra de lo anterior es la firma automotriz BMW, que ha presentado buenos resultados en nuestro país a pesar de la recesión económica mundial y del nulo crecimiento de la economía alemana.

Directivos de la firma aseguraron estar trabajando en ello en el marco del proceso de crecimiento que BMW estudia para Norteamérica y en particular para México.



El sector privado advirtió que entre los inversionistas se ha profundizado la decepción por los nulos avances en las reformas estructurales de fondo que requiere el país, y prefieren llevar sus capitales a otras partes del mundo. En estos momentos no hay crecimiento en la economía nacional.

De ahí la urgencia de reactivar el mercado interno, trabajar en la desregulación, la inversión en infraestructura, el acceso a financiamiento y el combate al contrabando.

“No hay problemas de fondo; la presión en el peso es un tema de volatilidad y que tiene dos elementos: uno interno y otro externo.”

El primero se debe al bloqueo que han hecho los partidos de oposición a las reformas estructurales, y ello ha ocasionado incertidumbre y decepción entre los inversionistas nacionales y extranjeros.

El grupo Renault, por medio de su filial rumana Dacia, lanzará un modelo para mercados emergentes en 2005 con un precio de aproximadamente cinco mil euros, además de que estudia invertir en Rusia, informaron fuentes de la compañía.

Este vehículo supondrá el desembarco total de Renault en el mercado del Este de Europa, dentro de un proyecto en el que Rusia se convertirá en un elemento clave, receptor de importantes inversiones si se concretan las negociaciones que mantienen actualmente Renault y las autoridades de ese país.



La empresa trabaja para establecerse en el mercado ruso, donde ya cuenta con una planta de montaje compartida con el Ayuntamiento de Moscú, que servirá para fabricar el referido automóvil.

Renault controla el 80 por ciento de esta joint venture, mientras que el 20 por ciento restante pertenece al ayuntamiento moscovita. En un primer momento, el fabricante francés de automóviles invirtió 300 millones de euros en Rusia en el proceso de implantación y adaptación de instalaciones, y requerirá una inversión adicional para acometer este proyecto.

La fabricación de este nuevo vehículo, destinado exclusivamente a los países del Este, relanzará definitivamente las ventas de Dacia en este mercado, que el pasado año se elevaron a 57 mil 775 unidades, con un crecimiento del 5.1 por ciento frente a 2001.

El objetivo de Renault es que su filial rumana matricule medio millón de vehículos en el horizonte de 2010, dentro de la previsión total del grupo de matricular cuatro millones de unidades ese año. La compañía francesa vendió 2.4 millones de vehículos en 2002.

Lejos de amedrentarse por la incursión de China en la Organización Mundial, Cemex, Grupo Modelo y otras seis empresas mexicanas, a las cuales se sumará Gruma, decidieron entrar en ese territorio asiático que cuenta entre sus principales atractivos a mil 200 millones de consumidores potenciales de sus productos.



Durante el periodo de mayo de 1998 a marzo de 2002, inversionistas mexicanos concretaron seis proyectos de inversión de empresas establecidas en la República Popular de China por un monto aproximado de 178 millones de dólares; sin embargo, la cifra podría crecer. Hasta 2001, la balanza comercial entre México y China presentó un déficit de tres mil 754.5 millones de dólares para nuestro país.

Empero esta situación no intimida a algunas firmas mexicanas, así con ocho años de presencia en China, Grupo Modelo- la principal productora mexicana de cerveza- logró colocar el año pasado un millón de cajas de Corona, posicionándola como la segunda marca más vendida en ese mercado.

Las oportunidades de inversión y negocio en la costa este del país asiático, por ello sus exportaciones de cerveza se han enfocado a hoteles, restaurantes, zonas turísticas y algunos establecimientos especializados para gente de mediano y alto poder adquisitivo.

Las cervezas importadas, como sucede en otros mercados del mundo, se comercializan a precio mayor que las marcas locales, debido a los costos de producción, embarque y distribución, sin que esto haya impedido un vertiginoso crecimiento de la demanda de su marca entre los consumidores chinos durante los últimos años.

La principal productora de harina de maíz en México, Gruma, anunció las investigaciones de mercado y consumo realizadas en China con miras a instalar una planta productora para cubrir el mercado asiático.





La inversión inicial, estimada en más de 20 millones de dólares, posiblemente se concrete el próximo año y además de China podría atender otros países aledaños. Aparte de las operaciones en México o su subsidiaria Maseca, Gruma tiene presencia en Estados Unidos y Centroamérica. No se puede hacer generalizaciones; cada nación tiene sus ventajas comparativas que le permitan avanzar, si las sabe aprovechar. Hay países pobres y chicos que no tienen para dónde. Otros tienen recursos que bien aprovechados les permiten ser prósperos.

Algunos otros tienen que echar a andar su ingenio para compensar sus escasos recursos. México es un país privilegiado: por su posición geográfica, por el tamaño de su economía, por los recursos naturales a su alcance y por otras tantas ventajas que otros envidian. Si se quiere crecer, valdría la pena tomar en cuenta lo que dejó de tarea Joseph Stiglitz, en su estancia por México.

A guisa de ejemplo, transcribo a mi modo algunas de sus ideas básicas sobre la actual política económica mexicana que chocan con lo que se está haciendo para no crecer:

- 1) No hay que apostar todo a una reforma en particular.
  
- 2) La mira debe ser fomentar estabilidad con crecimiento económico, impulsar la educación y la salud, fracturar los monopolios y eliminar las disparidades de ingresos. Apostar a la estabilidad económica sin crecimiento económico "no funciona" porque no se generan los empleos requeridos y se corre el riesgo de que a mediano plazo se tenga que hacer cambios más agresivos para abatir el desempleo.



3) Se equivocan quienes piensan que hay que apostar a la recuperación de Estados Unidos para poder crecer, pues en todo caso todavía tardará dos años. Hay que establecer estrategias propias, no esperar milagros de afuera.

4) El gobierno "es el centro de un todo" para emprender el crecimiento mediante varias acciones y programas, entre ellas ofrecer financiamiento a la Pymes para que crezcan y tengan oportunidad de ofrecer más empleos.

5) El mandato del Banco de México no debe ser sólo controlar la inflación, sino también promover el crecimiento y el empleo. Concentrarse en una inflación muy baja puede ser contraproducente para el desarrollo económico, "la inflación no es todo en la vida".

6) Se necesitan recursos para crecer, no obstante el IVA no puede ser la base de captación.

7) Un factor clave es el diseño de una política industrial que no se limite a ofrecer mano de obra barata. Debe invertirse en desarrollo tecnológico y modernizar la infraestructura y los servicios.



## RETOS DE LA ECONOMIA

- Impulsar el crecimiento del PIB y Promover la generación de empleo
- Incrementar el valor agregado de las exportaciones
- Fortalecer la columna vertebral que son la pequeña y mediana empresas
- Poner en marcha los programas de competitividad de ramas intensivas en mano de obra, producción y exportaciones
- Garantizar un mayor vínculo entre gobierno y empresas
- Promover al país ante empresas extranjeras para elevar la captación de inversión foránea y Fomentar el financiamiento accesible al sector productivo

En la necesidad de contar con una fuente de financiamiento sostenida para las pequeñas y medianas empresas (Pymes), el capital de riesgo podría desempeñar un papel importante en este sentido.

Hablamos de que se debe buscar la canalización de recursos hasta de 3 mil millones de dólares anuales, o bien 0.5 por ciento del PIB. Ésta sería una fuente de capital para las Pymes que, si bien no satisface todas sus necesidades de financiamiento, sí aportaría un monto importante.



## El enfoque hacia el resto del bloque de economías emergentes.

Se desprende que con posterioridad a la firma del TLCAN, se efectuaron modelos de acuerdos comerciales y de apertura de negocios e inversiones en el ámbito internacional, así entre países con alto desarrollo económico, entre economías en desarrollo y a su vez entre países desarrollados con socios de países en desarrollo que dieron paso a los grandes acuerdos hasta ahora logrados.

Puntualizaremos que el factor de tendencia globalizadora - el rompimiento de las fronteras entre países y situarnos como ciudadanos del mundo por consecuencia de la participación directa de la economía mundial entre los países - no se inició con estos acuerdos comerciales, pues el fenómeno ya venía gestándose tiempo atrás, más la necesidad de establecer rutas mercantiles a gran escala, el factor de comunicación entre muchos otros propiciaron su desarrollo.

De forma muy peculiar se observa ahora que es vital para las economías enfocarse y tener participación y presencia en esta aldea global, así entonces los intercambios comerciales entre países se vuelven atractivos sobre todo cuando se identifica el nicho, las oportunidades y el rendimiento mayor a costa de los riesgos, se ve entonces con agrado a los países con característica de emergentes por sus cualidades, recursos y potencial.



### 4.3 FLUCTUACIÓN DE CAPITALES.

En épocas de liberalismo económico, como la actual, la apertura de cuenta de capitales puede traer importantes beneficios para la economía global, ya que permite una movilización más fluida de fondos desde los países con abundancia de capitales (como los centrales, en términos de Prebisch) hacia aquellos que presentan escasez (como los periféricos). Esto lo que hace es mejorar la asignación de recursos dentro del sistema mundial, elevar la productividad y permitir la vigencia del sistema capitalista. Dicha vigencia se ve a veces amenazada por interrupciones abruptas en el flujo corriente de capitales hacia los países emergentes; en otras palabras se produce lo que se conoce con el nombre de "crisis financieras".

Como sostiene French-Davis, las finanzas han estado en el centro de las crisis económicas de alcance internacional. La dimensión financiera jugó un papel central en la crisis de los años '30 y en la crisis de la deuda de los países en desarrollo de los años '80. En la década del '90 la crisis de mayor repercusión le ha correspondido a los países asiáticos, más específicamente a los cinco países cuya expansión de las exportaciones se haya entre las diez más dinámicas del mundo: Tailandia, Filipinas, Malasia, Indonesia y Corea del Sur.

La inestabilidad que caracteriza las corrientes internacionales de capital y que se ha manifestado de esta manera en las últimas décadas es inherente a su funcionamiento, como lo atestigua la historia económica y la ya extensa literatura sobre fallas de mercado asociadas a problemas de información.



Como resultado, el mercado ha experimentado una sucesión de oleadas de expansión excesivas y "pánicos" financieros, indicando que tiende a crecer, primero, y a contraerse, después, más de lo que recomiendan los factores fundamentales de las economías. En la coyuntura actual, se ha hecho notorio otro fenómeno: el de las insuficiencias en la coordinación macroeconómica entre las naciones más influyentes en los mercados y la ausencia de instituciones internacionales apropiadas para manejar un mercado financiero sofisticado pero inestable.

La cuestión clave para la globalización financiera, se resume en lo que Benjamin J. Cohen ha llamado, "The Unholy Trinity" ("la trinidad profana"): la intrínseca incompatibilidad entre la estabilidad del tipo de cambio, la movilidad de capitales y la autonomía de las políticas nacionales. La integración de los mercados financieros facilita la opción de la fuga de capitales, imponiéndole un rígido trade-off al gobierno. La autonomía de la política nacional se preserva sólo si se abandona un cierto grado de credibilidad del tipo de cambio, con todos los riesgos concomitantes de volatilidad. Se puede mantener un objetivo independiente del tipo de cambio sólo si se conserva confianza de los inversores internacionales, al costo de un menor control sobre el desempeño económico doméstico.

Los mercados son de por sí inestables; o bien los hombres no dejamos que funcione correctamente en su distribución la mano invisible de Adam Smith. Pero quien puede dudar que el grado de inestabilidad en el mercado financiero sea mayor. Nos referimos específicamente a la franja de países emergentes. Pero tampoco, a veces las grandes potencias pueden con él.



A los mercados les molesta cualquier tipo de injerencia gubernamental pero mantienen una profunda creencia en que si la situación se pone realmente crítica las autoridades intervendrán.

El capitalismo financiero, por otro lado surgido junto al comercial, también tenía dimensión internacional, pero nosotros nos preguntamos por qué ese capitalismo hoy es más inestable.

Teniendo en cuenta que la mundialización del comercio pareciera ser la forma más avanzada de la internalización del capital, es la movilidad del capital financiero la que ha alcanzado un mayor y un más amplio desarrollo, bajo la forma de Inversión Extranjera Directa (IED) y recientemente, a través de la negociación de mayores liberalizaciones, a través del Acuerdo Multilateral de Inversiones (AMI).

El último eslabón de la internalización del capital financiero -y el más reciente- ha sido la interconexión entre las distintas bolsas de valores, con su respectiva apertura a la inversión internacional, tanto de países desarrollados como de economías en desarrollo.

Quizás la característica que más ha favorecido la globalización del capital financiero ha sido el proceso de desregulación del sector, que se ha profundizado de manera extraordinaria durante las últimas décadas, cuyo más reciente paso, de carácter multilateral, que han asumido los gobiernos, es la negociación del AMI.



Sin embargo, este proceso de desregulación financiera "es sólo un emergente de un proceso histórico que incluye tres hitos fundamentales: la crisis del sistema monetario y financiero internacional basado en el patrón oro-dólar, su forma de salida a través de un sistema de cambio flotante regido en última instancia por acuerdos entre los países desarrollados, y un incremento formidable de la liquidez internacional, que instituyó una economía de endeudamiento con una enorme elasticidad de la oferta de fondos prestables.

La especulación y la transformación de la economía financiera en una " burbuja", que se explica por las diferencias entre el volumen de las operaciones financieras y la masa real de divisas que participa efectivamente de esas transacciones, ha generado una inestabilidad financiera de carácter global, de la cual no han podido escapar ni las grandes economías como las del este-sudeste asiático, pero que se ha transformado en un grave riesgo para las economías más débiles, como quedó evidenciado en las crisis recientes de México y Brasil.

El predominio alcanzado por el capital financiero sobre el capital productivo, y la especulación contra las monedas y Bolsas, ha permitido sostener ciertas visiones fundamentalistas de la globalización, aunque ha sido la coincidencia y la funcionalidad de la expansión y el desarrollo de las tecnologías de la información y las comunicaciones las que han brindado la base material para que ello ocurriera; estamos adaptados al Capitalismo comercial e industrial y no al financiero. O la cuestión se debe básicamente al grado de estabilidad o no que proporciona cada uno. Quizá esa inestabilidad se debe a que según algunos autores lo único que está verdaderamente globalizado es el capitalismo financiero.





Varios analistas sostienen que estamos en una etapa de Globalización financiera, en realidad lo único que está verdaderamente globalizado son las finanzas.

Como sostiene Bernal-Meza, puede apreciarse que en el proceso de globalización/mundialización de la economía ha sido el capital financiero el segmento que pareciera ya haberse impuesto sobre el capital productivo. Los agentes principales de este triunfo han sido las corporaciones multinacionales (fuente sustancial de IED) y la banca internacional.

Sin duda hay una línea de trasfondo, un proceso histórico que permitió la adaptación del género humano a esos tipos de capitalismo, tal el comercial cuanto el industrial. Aún no estamos acostumbrados a la inestabilidad del capitalismo financiero. Quizá sea intrínsecamente funcional a éste. Quizá en la propia naturaleza del capital financiero está la inestabilidad.

Comerciamos, por la no existencia del trabajo social, y porque en algún momento se tiene que dar la distribución de esa producción. Nos industrializamos, porque fue necesario aumentar el nivel de productividad del género humano. ¿Y el capitalismo financiero?. Aún no tenemos la respuesta. ¿Ayudará a aumentar nuestra productividad? ¿Ayudará al comercio para una mejor distribución?. Lo cierto es que, la consecuencia es la de un estado de crisis permanentes. Debemos reconocer que quizá los "otros capitalismos" también hayan causado en un primer momento esa concepción de crisis permanente. Sin duda creemos, que el mismo proceso de adaptación es lo que produce la percepción de crisis. La cuestión a determinar está en si los otros capitalismos son inestables por naturaleza o no.



Los principales cambios están dados por el pasaje de un sistema de tipo de cambio fijo (acordado entre las máximas potencias del sistema) a un tipo de cambio fluctuante que da lugar a una mayor especulación cambiaria, la progresiva apertura de las economías centrales a los flujos de capital a corto plazo y la desregulación de sus sistemas fiscales. La liberalización del sistema financiero aumentó la competencia, lo que indujo a los bancos a hacer préstamos menos seguros pero más rentables y a buscar beneficios en operaciones no tradicionales. "La consecuencia más evidente de la liberalización y desregulación es la crisis permanente".

Todos los episodios de aumento de flujos de capitales hacia mercados de países emergentes terminaron en crisis internacionales, en tanto que las crisis financieras y el sobreendeudamiento eran relativamente poco comunes durante la época, cuando los países industriales tenían tipo de cambio fijo.

Es importante destacar que la liberalización financiera y el desarrollo de mercados de bonos aumentaron la importancia de las clasificaciones del riesgo país. En el mercado competitivo, la calidad de la calificación de riesgo es un elemento decisivo para una adecuada distribución de los recursos financieros y la prevención de crisis.

Debemos tener en cuenta que el cálculo de riesgo país lo realizan consultoras que tienen origen microeconómico, pero que el cálculo en sí es uno del tipo macroeconómico, que está dado por la sobretasa que deben pagar los bonos por encima de los títulos similares de EEUU.



Las agencias calificadoras de riesgo (una de las fuentes más influyentes de generación de información de los mercados), cumplen un papel microeconómico muy funcional para el desarrollo.

Sin embargo, y quizás sin quererlo, juegan un rol macroeconómico. Las calificadoras de las agencias y sus expectativas, comunicadas profundamente en la prensa económica, contribuyen a reforzar el flujo financiero hacia los países "exitosos", contribuyendo a sostener un proceso que parece muy eficiente y sostenible, pero que en realidad está generando burbujas que tarde o temprano explotan.

El capital financiero es muy susceptible a los cambios, la volatilidad financiera hace atractivas a las inversiones de corto plazo de ahí que la mayor parte de las operaciones con instrumentos de rentabilidad fija se concentre en el mercado secundario.

Las economías necesitan confiar más fuertemente en el ingreso de capital de largo plazo y desarrollar una buena mezcla de fuentes de capital interno y externo. Los mercados maduros están inundados de liquidez cada vez más y con mayor determinación las economías de mercados emergentes están en condiciones de aprovechar la oportunidad de acudir a esta basta cuenca de ahorro global.

Si hay un tema en el que coinciden la mayoría de los gestores y analistas es en dar más peso en las carteras a la renta variable emergente frente a los mercados desarrollados. El argumento es tremendamente sólido y hasta de sentido común.



En efecto, si pensamos que estamos en la etapa inicial de una recuperación económica, lo lógico es apostar por aquellos mercados, como los Emergentes, que más se beneficiarán en este escenario. Nadie duda de que si la locomotora norteamericana se recupera, los países emergentes crecerán más que el resto. De ahí la idea, como indican desde la gestora Westam, de estar invertidos en países con "betas" elevadas, es decir, en países que más se aprovecharán de esta recuperación. Si a esto le añadimos que Estados Unidos presenta unos fuertes desequilibrios estructurales que están afectando a la cotización de su divisa y que Europa sufre una clara falta de dinamismo, la opción de los Emergentes parece la más clara de todas para aquellos inversores en búsqueda de rentabilidad adicional.

"Si los mercados desarrollados continúan bien, los Mercados Emergentes lo harán mejor impulsados por unas expectativas de recuperación mundial sostenible" sino que "si los mercados desarrollados caen, los Emergentes caerían también pero en menor medida, por razones de valoración".

Menor desarrollo...menor volatilidad

Los gestores no se cansan de repetir que las Bolsas Emergentes están cotizando a niveles baratos si las comparamos con las bolsas más desarrolladas y también insisten en que la volatilidad (es decir, en definitiva, el riesgo) de invertir en estas bolsas ha disminuido de forma drástica.... hasta tal punto que bolsas de países como Argentina, Pakistán o Filipinas que, probablemente, figuran en nuestra mente en la lista de mercados más arriesgados del mundo, presentan una volatilidad más baja que, por ejemplo, el índice Dax de la bolsa Alemana.



También podemos avanzar el argumento de que a pesar de que los flujos de fondos dirigidos hacia los Emergentes se han incrementado recientemente, las carteras globales de los gestores siguen estando infraponderadas en estos mercados.

Por último, para aquellos que tienen una visión de más largo plazo, un reciente estudio indica que, de aquí a 50 años, el conjunto de las economías de Brasil, Rusia, India y China pesará más que la de los seis países más industrializados hoy en día (Estados Unidos, Japón, Reino Unido, Alemania, Francia e Italia).

### **Los fondos de renta variable emergente golpean fuerte.**

Como vemos, hay motivos de sobra para invertir en los Mercados Emergentes. Además, muchos inversores se dejarán seducir por las extraordinarias rentabilidades que están registrando las diferentes categorías de fondos de renta variable emergente desde principio de año: 41% para los de Europa del este, 31% para los de Latinoamérica y 27% para los asiáticos.

Por otra parte, tiene mucho sentido dar un ligero toque Emergente a una cartera de inversión, no sólo por la rentabilidad adicional que puedan ofrecer los fondos especializados en estas regiones sino sobre todo por la diversificación que aportan (los Mercados Emergentes presentan una menor correlación con los mercados desarrollados que estos entre ellos).



Pero realizar una apuesta fuerte y decidida por fondos de renta variable emergente supone asumir un riesgo de mercado considerable. Nadie nos puede garantizar que el escenario que hemos planteado al principio (el de la recuperación económica a nivel mundial) vaya a traducirse en un mejor comportamiento por parte de estos fondos respecto a los demás.

...pero, eso sí, se trata de una apuesta de riesgo

### **Política macroeconómica en economías emergentes**

Una de las características clave de la actual economía internacional es el alto grado de integración global, tanto en el comercio como en las finanzas. En la actualidad, el capital fluye con casi entera libertad a través de las fronteras y habitualmente fracasa cualquier intento de las autoridades por restringir estos flujos. La sofisticación de los actuales mercados, la interrelación entre los mercados internos y externos y la capacidad de esos mercados para crear nuevos derivados y explotar las oportunidades de arbitraje sin poseer los activos subyacentes, hacen casi imposible que las autoridades puedan controlar los flujos de capital y evitar las variaciones extremas.

Es en este mundo integrado que las autoridades económicas deben formular sus políticas. A diferencia de lo que pasaba hace 50, y aún 20 años atrás, cuando los mercados internos eran pequeños y podían ser fácilmente monitoreados y dirigidos por las autoridades de gobierno, hoy es casi imposible ejercer un control de esta naturaleza, excepto bajo circunstancias muy especiales.



La primera recomendación que hacen los que se oponen a la globalización es que deberíamos dar la espalda a la apertura financiera con el fin de evitar los riesgos de crisis y contagio. Sin embargo, cuando un estudiante sufre de jaqueca no se le cura expulsándolo del colegio. En vez de eso, se le da una aspirina o se le prescribe una combinación adecuada de trabajo y descanso. En el contexto actual, aquellos que formulan las políticas económicas ciertamente deben tomar precauciones al abrir sus economías a los mercados financieros. La secuencia de la liberalización y la estructura de las regulaciones son claves: errores en esta materia han causado crisis en el pasado.

Sin embargo, la integración financiera es buena. Permite a los hogares de los países pobres suavizar su consumo adelantando consumo futuro. Permite a las empresas invertir en proyectos rentables que no podrían financiar en una economía cerrada, y en la medida en que baje el costo del capital, un número creciente de proyectos se volverán rentables en esos países. En tanto los fondos sigan fluyendo desde las economías industrializadas hacia los mercados emergentes habrá un enorme potencial de crecimiento del ingreso y de bienestar para la población.

Nuevamente, pienso que tener un buen medio ambiente económico interno es clave para que los países en desarrollo puedan sacar ventajas de la economía global y protegerse ellos mismos contra las condiciones económicas internacionales adversas. Esto no significa ignorar que la economía mundial puede afectar el desempeño económico de los países en desarrollo.



En efecto, el crecimiento de los países en desarrollo y de América Latina en particular está altamente correlacionado con el crecimiento del Grupo de los 7 principales países industriales.

La correlación entre el crecimiento de los países en desarrollo y aquel del G7 durante el período entre 1970 y 2002 es de 0,40, siendo aún mayor cuando se considera únicamente a los principales socios comerciales. Sin embargo, en el período más reciente, caracterizado por una mayor integración pero quizás por menos shocks compartidos, la correlación es menor. En contraste, en el período entre 1970 y 1985 la correlación entre el crecimiento de los países en desarrollo y el crecimiento del G7 fue mucho mayor: 0,59.

Más recientemente, la desaceleración de la economía mundial, con la consiguiente caída de los precios de los commodities, el aumento del déficit de cuenta corriente en los EEUU., el estallido de la burbuja accionaria, así como el aumento de los precios del petróleo, han sido todos factores importantes a la hora de explicar el deslucido rendimiento económico de aquellos países en desarrollo que no son exportadores de crudo.

La cuestión, sin embargo, no es cómo evitar el ciclo coyuntural mundial sino cómo minimizar su costo. Las economías pequeñas y abiertas siempre crecerán más lento cuando la economía mundial crezca en forma lenta, o cuando encaren relaciones de intercambio adversas, pero hay una enorme diferencia entre una desaceleración o, incluso, una recesión, y un colapso. Incluso el costo en bienestar del ciclo económico dependerá de la capacidad de las economías para ajustarse.





## Regímenes cambiarios

El primer asunto, que no sólo ha merecido considerable atención en los mercados emergentes, sino también en Europa con el lanzamiento del euro, es aquel del régimen cambiario. En general podemos concluir que si bien no existe una receta única, hay evidencia clara para recomendar, con mayor énfasis que en el pasado, que los países adopten un régimen cambiario flexible.

La reciente experiencia de Argentina y la ya no tan reciente de Asia han demostrado que la camisa de fuerza de un tipo de cambio fijo es demasiado onerosa, especialmente durante los períodos de agitación, en que no sólo colapsa el sistema cambiario sino también lo hacen los sectores fiscal y bancario.

Por estricta definición, un régimen de cambio totalmente flotante no puede colapsar. Sin embargo, debemos reconocer que grandes fluctuaciones de un tipo de cambio flotante pueden implicar costos tanto para el manejo macroeconómico como para la situación financiera de los sectores bancario y corporativo, especialmente cuando los mercados financieros son poco profundos. En efecto, el argumento más extendido a favor de las tasas cambiarias fijas es el de la estabilidad. Pero el principal argumento en contra es que los regímenes de tasas cambiarias fijas son demasiado rígidos y muchas veces no son sostenibles.

La teoría básica también nos dice que el principal instrumento con el cual estabilizar la economía bajo un régimen de tipo de cambio fijo es la política fiscal.



En este tipo de economía el dinero se vuelve endógeno y, por tanto, una economía con una situación fiscal débil se quedará sin políticas de estabilización para aplicar. En efecto, las transferencias fiscales a través de los estados de EEUU son una de las principales explicaciones del éxito de su unión monetaria, y la ausencia de transferencias de esa magnitud es una de las principales razones del escepticismo que tenemos frente al euro.

Es más, una economía con una tasa cambiaria fija y una base fiscal débil corre el serio riesgo de que un shock desde el exterior haga subir el costo del crédito externo, deteriorando aún más la situación fiscal y dañando la actividad económica, con un riesgo serio de desestabilizar la economía.

Los argumentos expuestos aquí para criticar a los regímenes cambiarios fijos son precisamente los mismos que favorecen el uso de tipos de cambio flexibles. La flexibilidad vuelve más fácil un ajuste real, ya que puede materializarse a través del tipo de cambio y no a través de los precios. Los países en desarrollo tienen tasas cambiarias sumamente volátiles en comparación con los países industrializados, lo que podría indicar la necesidad de un alto grado de flexibilidad.

Primero, si las personas han de confiar en una divisa que flota libremente, deberá existir la expectativa creíble de una baja inflación. Un tipo de cambio fijo provee una simple ancla nominal, que no tiene una contraparte directa en un régimen flexible. Por esta razón es útil ofrecer, en un régimen flexible, una buena ancla alternativa para las expectativas inflacionarias.



Una meta inflacionaria creíble como base para la conducción de la política monetaria ofrece esta ancla. Además, con el fin de evitar presiones a favor del financiamiento monetario del presupuesto gubernamental, así como de otras interferencias con una política monetaria prudente, una sólida posición fiscal y un banco central independiente, que aplica una política monetaria con baja inflación como su principal objetivo, son dos de los principales ingredientes para lograr un éxito razonable con flotación.

Las autoridades siempre se sienten tentadas a intervenir en los mercados cambiarios cuando esos mercados fluctúan en exceso y, en efecto, hay situaciones excepcionales que ameritan una intervención.

Pero para evitar la adicción a la intervención, las reglas de la intervención deben ser transparentes, dadas a publicidad con mínima demora y se debe entregar una explicación razonable para cualquier intervención.

Por ejemplo, Brasil y Chile intervinieron en la segunda mitad de 2001 debido a que la crisis argentina volvía las tasas de cambio extremadamente volátiles. Una observación casual indica que la intervención proporcionó un ancla a una situación de otro modo extremadamente inestable, y las intervenciones fueron transparentes y limitadas en el tiempo, y por eso excepcionales.



## Temor a la inflación y flotación.

La principal razón por la que hay reticencia a adoptar un régimen de tipo de cambio totalmente flotante es el riesgo de que en algún momento se lo tendrá que abandonar en orden a controlar la inflación, o de que habrá que atenerse a una política monetaria muy restrictiva en el caso de una gran depreciación. Esta preocupación resulta comprensible dada la alta volatilidad de los tipos de cambio observada bajo regímenes flexibles, especialmente en economías emergentes. Si a esta preocupación se suma la necesidad de combatir una inflación crónicamente elevada, la flotación podría ser vista con temor.

La razón de esta visión escéptica es que una devaluación de la divisa conducirá a un shock en los precios y, desde ahí y vía indexación u otro mecanismo propagador, a una elevada y persistente inflación. La visión clásica, basada en la noción de paridad del poder adquisitivo (PPA), sostiene que todos los cambios de la tasa cambiaria debieran traducirse uno a uno en cambios de precios. Desde luego, y como debería quedar claro a partir de la discusión anterior, esto es una exageración, aunque todavía constituye una importante advertencia al permitir las fluctuaciones del tipo de cambio. Sin embargo, la experiencia ha demostrado no sólo el fracaso de la PPA como directriz de política económica, sino también que es bajo el coeficiente de traspaso real de cambios en el tipo de cambio a inflación. En efecto, el coeficiente de traspaso parece haber declinado en los decenios recientes. Sin duda, debe haber alguna razón económica más fundamental para explicar este fenómeno que sólo aquella del transcurso del tiempo.



## Política fiscal

La política fiscal trata de la provisión eficiente de bienes públicos. En los países en desarrollo esto incluye —de manera muy importante— la lucha contra la pobreza y la promoción de la integración social. Hemos aprendido bastante acerca de las distorsiones tributarias, la importancia de la estabilidad de la carga tributaria en el tiempo y varios otros principios de las finanzas públicas que son claves para un correcto manejo de la política fiscal. También sabemos acerca de las implicancias a largo plazo de los gastos gubernamentales productivos e improductivos.

Sin embargo, la política fiscal tiene a su vez un impacto macroeconómico en el corto plazo y éste ha estado en el centro de numerosas crisis. Ha sido extensamente documentado que la política fiscal de los países latinoamericanos es muy procíclica, es decir, expansionista en períodos de boom y contractiva durante las recesiones.

Esto se podría deber a que la política fiscal es lo que genera el ciclo económico; de acuerdo con esta visión, lo que se requiere es implementar una política fiscal anticíclica. Sin embargo, la experiencia muestra que a menudo las recesiones se han iniciado antes del ajuste fiscal y por este motivo, si bien el ajuste pudo haber magnificado el ciclo económico, es improbable que lo haya causado.

La razón del comportamiento procíclico de la política fiscal tiene más que ver con la capacidad de los países de endeudarse y de prestar libremente durante el ciclo económico.



La presencia de limitaciones al endeudamiento puede deberse a la falta de credibilidad en la capacidad de las autoridades fiscales para llevar adelante una política fiscal sostenible; de ahí que el ajuste fiscal durante las recesiones pueda ser la única opción viable para restablecer la estabilidad.

Ésta puede ser la razón de que durante la crisis asiática la política fiscal pudo parecer demasiado ajustada dadas las condiciones internas. Una solución simple para este problema sería que las instituciones financieras internacionales actúen como prestadores residuales, permitiendo a la economía evitar ajustes extremos durante las recesiones.

Sin embargo, esta solución no encara la razón fundamental de la prociclicidad, que no es la limitación de la capacidad de obtención de préstamos en sí, sino la causa subyacente de la limitación, que tiene que ver con la sostenibilidad de la política fiscal. Si debido al deterioro de la calidad crediticia los mercados no están dispuestos a prestar, no hay motivo para que las agencias oficiales presten en ausencia de un conjunto claro de políticas que contribuyan a la estabilidad; de otro modo, la concesión oficial de préstamos introducirá riesgo moral.

En lugar de actuar como prestador de última instancia, las instituciones financieras internacionales prestarían a la primera señal de problemas, cosa que sabrían las autoridades, lo que induciría una falta de disciplina en el manejo de las finanzas públicas.



Para las autoridades económicas y los políticos de los países en desarrollo, el hecho de que no puedan aplicar una política fiscal “adulta” que sea anticíclica, constituye una fuente de frustración en vista de que sus pares de numerosos países industriales sí pueden hacerlo. También es doloroso tener que reducir el gasto social y el apoyo a los pobres —y muchas veces ésta es la única herramienta a mano— precisamente cuando la economía se encuentra en la parte más baja del ciclo. Para superar ese problema, los países deben lograr estabilidad y reputación, cosa que toma tiempo.

No podemos olvidar que en el centro de los problemas económicos de las economías emergentes se halla el hecho de que su posición fiscal generalmente es débil. Esto casi siempre ha sido del caso en América Latina.

También es importante que nosotros tengamos presente que, en una primera aproximación, la política fiscal es inefectiva cuando hay movimientos de capital y tipos de cambio flexibles. La presión al alza sobre las tasas de interés genera una apreciación de la moneda y una caída de la inversión, de modo que esta última es desplazada por la expansión fiscal. Dada la tradicional debilidad fiscal de las economías en desarrollo, se requiere aplicar algunos criterios generales si éstas han de ejecutar una política fiscal efectiva y con una reforma sólida en su estructuración.

Primero, la posición fiscal debería ser en promedio más conservadora en los países en desarrollo que en sus pares industrializados. Pienso que es útil mantener un pequeño superávit fiscal.



Los shocks, en particular aquellos contra las finanzas públicas, son mucho más fuertes en las economías en desarrollo que en las desarrolladas, de ahí que sea recomendable mantener una mayor reserva que haga de colchón.

Tal amortiguador también permite a las autoridades concentrarse en mejorar la eficiencia de los gastos más que en recortar lo que esté más a la mano a la hora de ser necesario un ajuste.

Segundo, en orden a establecer un compromiso creíble, que además pueda ser monitoreado, es útil contar con reglas. Este precepto vale no sólo en los países en desarrollo sino también en otros, siendo Europa un buen ejemplo.

Una razón importante para la unión monetaria europea fue la necesidad de una consolidación fiscal, más fácil de promover al interior de un país cuando ésta es parte de una meta regional, como es la integración.

Para las economías emergentes, la participación de inversionistas visionarios es muy importante, pero a su vez ésta clase de inversionistas de riesgos tienen que sortear sus rendimientos de acuerdo a las oportunidades del medio.

En un ambiente de inestabilidad global las inversiones de capital sufren un reacomodo, causas como la incertidumbre política o la falta de garantías de seguridad para sus negocios hace resentir sobre los países receptores de capitales una marcada fuerza centrífuga de estos ya que en condiciones aduaneras, las tasas de interés y el deterioro de los indicadores económicos desfavorecen su estancia.





De tal forma que en condiciones de riesgo por la incertidumbre se requiere de la entrada de capitales frescos, con la finalidad de que se traduzca en una recuperación para las economías, y con el paso de su estabilización obtienen rendimientos altos y significativos, sólo por el hecho de haber contenido el riesgo.

Pudiera ser que se trata de identificar las oportunidades o ser oportunistas, la ambición pesa hasta en las mejores condiciones, lo cierto es que las economías sean emergentes o no necesitan reactivarse con inversionistas visionarios y a la inversa, no obstante, es preciso identificar la dirección y el sector al que habrá de orientarse.

Por último, por mucho que creamos en las expectativas de los Mercados Emergentes, conviene recordar que éstos son bastante más arriesgados que los mercados desarrollados y mucho más imprevisibles. La historia está ahí para recordárnoslo.

En los últimos años, billones de dólares han fluido hacia las Economías Emergentes, en busca de mejores tasas de retorno. Aunque este flujo se vio interrumpido por la crisis asiática de 1997 y la crisis de deuda de Rusia en 1998, la tendencia continúa a medida que la competitividad aumenta en las grandes economías, y las empresas e inversionistas buscan nuevas oportunidades, resaltando las cualidades que tienen éstas (como abundantes recursos naturales y mano de obra económica), más que sus lados negativos.



En general, hacer negocios en mercados emergentes no es tarea sencilla; es necesario entender sus ambientes de negocio, que suelen ser muy particulares. Mercados Emergentes ofrece una versión bastante realista acerca de cuáles son los grandes riesgos que se corren al invertir en un país del tercer mundo.

Analicemos y sopesemos las cualidades que tienen esos países y su potencial de negocios, al tiempo que se decide afrontar riesgos políticos, macroeconómicos, monetarios y de información, frecuentes en esas regiones.



#### 4.4 RIESGO DE MERCADO.

Los trabajos de investigación sobre la medición de los riesgos de mercado son actividades que en poco tiempo han experimentado un crecimiento espectacular; tanto es así que hace siete u ocho años no existía, de forma generalizada, parecido al que hoy llamamos Sistemas de Medición del Riesgo.

Mediante el esfuerzo y la inteligencia de las personas profesionales del sector financiero, los Centros Académicos y las empresas de Consultoría Financiera, disponemos hoy día de una variedad de modelos (en algunos casos rivales) y sistemas, para la medición y el control de los riesgos de mercado.

Actualmente, y casi de forma rutinaria, los sistemas implantados en bancos, sociedades financieras y departamentos de tesorería de grandes empresas no financieras, generan medidas de los riesgos de mercado que son utilizadas, de muy diversas formas, como una importante herramienta de gestión.

Este proceso no ha sido ajeno a los numerosos periodos de inestabilidad y crisis financieras que han tenido lugar en los años ochenta y noventa. Los tres grandes sucesos de la década de los ochenta (la crisis de la deuda externa, la caída de la bolsa de Nueva York en octubre de 1987, y la explosión de la burbuja financiera instalada en la bolsa de Tokio y en el mercado inmobiliario de Japón) pusieron de manifiesto la intensidad de los riesgos de crédito y de mercado, y la debilidad de los sistemas de medición y control de riesgos.



La modelización y medición de los riesgos es una tarea complicada. El riesgo es un concepto escurridizo que se resiste a ser encerrado en modelos formales. La razón de esta dificultad está en la complejidad que existe, tanto detrás de los movimientos de los precios de los activos financieros, como en los procesos de deterioro de la solvencia de los agentes económicos, sean empresas, individuos o países.

El riesgo financiero es un fenómeno multidimensional, que está relacionado con factores de índole económica de muy diverso tipo, pero también con factores políticos y sociales. Además el conocimiento que se tiene de importantes procesos económicos es muy limitado.

Estamos lejos de disponer de teorías precisas sobre los movimientos de los tipos de cambio o de los precios de las acciones, por poner dos ejemplos que entran en el lleno terreno de los riesgos de mercado. Al decir teorías precisas, es necesario subrayar el adjetivo, ya que la medición del riesgo se caracteriza por la exigencia de la precisión. Existen sin duda modelos interpretativos de los tipos de cambio o de los precios de las acciones que arrojan luz y ayudan a comprender ciertos episodios, pero el problema es la precisión que se requiere y que no proporciona la teoría económica.

Esas carencias sitúan la responsabilidad de resolver el problema en el terreno de los métodos estadísticos. El análisis de los riesgos se convierte así en la identificación y estimación de las distribuciones de probabilidad que se supone siguen los precios en el caso de los riesgos de mercado, y de otras variables en el caso de los riesgos de liquidez.



Desde un punto de vista general, el riesgo es la posibilidad de sufrir un daño. En esta definición hay que destacar el término posibilidad; no se trata de un hecho cierto, en cuyo caso no estaríamos en una situación de riesgo, sino ante un quebranto ya realizado. El riesgo se refiere a una situación potencial de daño que puede producirse o no. Cualquier tipo de actividad humana se desarrolla en un entorno contingente y, por lo tanto, susceptible de que ciertos eventos resulten desfavorables y den lugar a riesgos específicos.

En un contexto económico y financiero, el daño se refiere a la pérdida de valor de alguna variable económica; pero teniendo en cuenta la multitud de facetas de la actividad económica, nos vamos a centrar en los riesgos financieros que se presentan en tres modalidades principales: riesgo de crédito, riesgos de mercado y riesgo de liquidez. El primero es la posibilidad de sufrir una pérdida por el incumplimiento de las obligaciones de pago del prestatario.

El riesgo de mercado es la posibilidad de que aparezca una pérdida originada por un movimiento adverso de los precios de mercado; por último el riesgo de liquidez es la posibilidad de una pérdida originada por la imposibilidad de abrir o cerrar posiciones, en tiempo y en cantidad, a precios razonables, por la falta de liquidez del mercado.

La separación de los riesgos financieros en las anteriores modalidades, que a su vez se pueden subdividir para así conseguir un mejor análisis de cada uno de los riesgos elementales, resulta una aproximación útil, ya que permite una medición individual más precisa.



Sin embargo, no hay que olvidar que al final del proceso hay que agregar la diferente medida obtenida de cada modalidad e riesgo en una única medida de riesgo global.

En los últimos treinta años se ha producido un fuerte crecimiento de la componente financiera de la actividad económica y, en la misma medida, han surgido nuevos riesgos.

Este fenómeno está vinculado a la creación de nuevos instrumentos financieros, como muchos de los productos derivados, al surgimiento de nuevos mercados, tanto de productos tradicionales como modernos, a la creciente liberación financiera y, por último a la apertura de la cuenta de capital de muchas economías.

Otro factor que ha favorecido el crecimiento de la actividad financiera ha sido el proceso de intenso cambio tecnológico, con una incidencia especial en el ámbito financiero, permitiendo la negociación electrónica de las comunicaciones en tiempo real entre mercados separados geográficamente, así como una nueva dimensión en los procesos de tratamiento de la información.

En la teoría financiera, el riesgo ocupa un lugar central, y se han dedicado muchos esfuerzos a entender este concepto y a intentar obtener beneficios de ese mejor conocimiento. Pero el riesgo es un concepto difícil, escurridizo, que se resiste a ser encerrado en modelos formales.



A pesar de los importantes avances que se han producido en la identificación de los factores de riesgo y en el desarrollo de técnicas para su medición, no es un tema cerrado, y se siguen elaborando modelos alternativos a los que existen.

No es sorprendente la dificultad del tema si pensamos que detrás de los riesgos financieros se encuentra toda la complejidad de la realidad económica y financiera.

En el campo de la gestión financiera los parámetros básicos son la rentabilidad esperada y el riesgo. Parecen conceptos intuitivamente sencillos, pero encierran fuertes dificultades cuando tratamos de hacerlos operativos.

Tanto uno como otro se refieren a situaciones futuras, hoy no conocidas con certeza, por lo que de forma natural nos adentramos en el campo de la probabilidad. Además, la rentabilidad esperada y el riesgo son dos aspectos particulares de cuestiones más generales.

Si buscamos apoyo en la teoría económica, nos encontraremos con teorías rivales, posiblemente cada un ofreciendo ideas sugerentes, pero que no han alcanzado el grado de precisión que desearía encontrar el gestor financiero enfrentado problemas prácticos, que toma decisiones de inversión o se plantea que probabilidades existen de que una divisa sea devaluada o sufra una fuerte depreciación.



Ante esta situación, los operadores dan respuesta a los interrogantes con los que se enfrentan mediante una gran diversidad de teorías, conjeturas y herramientas analíticas; y la forma en la que se responda, explícita o implícitamente tales cuestiones.

También es relevante para entender el comportamiento de los mercados, ya que los observadores son, al mismo tiempo, actores, y sus decisiones, sin duda influyen en el resultado. Debido a este tipo de interacción, aumenta la complejidad de los problemas.

### **Cambios en el ámbito financiero.**

En Europa, la necesidad de financiación del déficit público de las décadas de los años setenta y ochenta actuó como un potente incentivo para la modernización de los mercados de deuda pública, donde los gobiernos fueron agentes relevantes de la innovación financiera.

Los gobiernos europeos potenciaron la negociación electrónica y realizaron cambios y realizaron cambios jurídicos necesarios para la aceptación del soporte informático de los títulos, al tiempo que desarrollaron normativas fiscales que favorecían la tenencia de los títulos de las entidades financieras y de los inversores minoristas. Las políticas públicas apoyaron las medidas que proporcionaban liquidez al mercado, y dieron el visto bueno a la creación de mercados derivados cuyos subyacentes eran títulos públicos.





También las bolsas de valores, que en general tienen como principal activo negociado las acciones emitidas por las grandes empresas, experimentaron profundos cambios.

El impulso, en muchas ocasiones, procedía de una legislación que favorecía los movimientos de capitales y los cambios de fiscalidad, así como las reformas internas (como la implantación de sistemas electrónicos de negociación, compensación y liquidación), y al creación de mercados de derivados (futuros y opciones), que tienen como subyacente a los índices de las diferentes bolsas, y, generalmente también a las principales acciones negociadas.

La irrupción de los instrumentos derivados ha sido la innovación más profunda. Aunque estos productos no son estrictamente nuevos, se ha producido un salto cualitativo en cuanto a la diversidad de instrumentos existentes, por su utilización en la diversidad de carteras, por los importes crecientes que son negociados por el número de nuevos mercados de derivados que han sido creados y por su enorme difusión, ya que son utilizados para sus estrategias de inversión por bancos de inversión, bancos comerciales, sociedades de valores, compañías de seguros, fondos de inversión, fondos de pensiones, departamentos de tesorería de empresas no financieras, y también por inversores particulares.

La utilización creciente de los derivados ha ido de la mano de una intensa actividad teórica, con enormes recursos empleados, e impulsada desde los centros académicos, los bancos de inversiones y las empresas de asesoramiento y consultoría financiera.



Este proceso ha dado lugar a la aparición de una industria financiera específica en los campos de diseño de nuevos productos financieros, técnicas de valoración, y técnicas de medición y gestión de riesgos.

Los derivados son especialmente útiles para el diseño de coberturas y, por lo tanto, para conseguir un perfil de riesgo a medida. En ese sentido, son instrumentos que pueden utilizarse para modular ciertos riesgos; no todos, pero sí algunos de los más importantes.

Pero también pueden utilizarse como un activo financiero más; sus características los hacen especialmente atractivos para desarrollar estrategias fuertemente apalancadas y con ventajas operativas frente a la posición directa en el subyacente.

Pero tanto en el caso de que los derivados se utilicen para el diseño de coberturas, como para la realización de inversiones especulativas, aparecen nuevos riesgos.

Los modelos de cobertura no ofrecen soluciones perfectas, y además de que su diseño esté bien fundamentado, es necesario no cometer errores operativos. Tanto para la implantación de las coberturas, como para la realización de inversiones especulativas, se utilizan modelos matemáticos y se estiman ciertos parámetros, y de ese modo parece una nueva fuente de riesgo, que se ha bautizado como "el riesgo del modelo".



Las fórmulas de valoración de los productos derivados se han ido haciendo cada vez más complejas, incluyendo generalmente parámetros técnicos con un deficiente reflejo empírico; por otra parte, la estimación de dichos parámetros se realiza muchas veces con poca precisión.

En definitiva, a los riesgos subyacentes debidos a las variaciones de los factores de riesgo, hay que añadir el riesgo de los modelos.

La conclusión es que el aumento considerable de las posibilidades de inversión (alimentado por la liberación financiera, el cambio tecnológico y la proliferación de instrumentos y mercados) tiene como contraparte el aumento correspondiente de las necesidades de identificación, medición, gestión y control de nuevos e importantes riesgos financieros, que se añaden a los clásicos de los productos tradicionales.

### Los riesgos económicos.

Ya nos hemos referido al riesgo económico como la posibilidad de sufrir una pérdida. Esta definición es todavía poco precisa, pero nos sirve como introducción.

Como el concepto de actividad económica es extraordinariamente amplio, es necesario delimitarlo y hablar de riesgos en ámbitos más restringidos, según diferentes actividades, horizontes temporales y funciones. Para entender mejor el concepto de riesgo, procederemos por etapas, señalando los diferentes aspectos que concurren en su construcción conceptual.



Comenzaremos seleccionando la variable que mide el resultado de la actividad económica. Puede ser por ejemplo, el beneficio contable, un margen de rentabilidad definido analíticamente, el valor de mercado de una cartera de activos financieros, el importe de una liquidación en efectivo de un contrato de opciones, o el valor de mercado de los recursos propios de una empresa, citando los casos más representativos. De este modo, existe una variable susceptible de tomar distintos valores en el futuro y cuyo resultado no se puede predecir exactamente. Un nuevo eslabón para caracterizar el riesgo es la determinación de dicho horizonte futuro: un día, diez días, un año, etc. Así, de este modo, tenemos definida una variable relevante y un horizonte temporal.

Los riesgos financieros están relacionados con las posibles pérdidas generadas en las actividades financieras. Movimientos desfavorables de los tipos de interés y cambio o de los precios de las acciones, cambios en la solvencia de los prestatarios, o variaciones en los flujos netos de fondos son las principales fuentes de riesgo financiero.

Las entidades financieras, al igual que otros agentes que toman posiciones en activos financieros, no buscan eliminar estos riesgos (lo que es por esencia, imposible), sino gestionarlos y controlarlos, para lo cual necesitan, en primer lugar, identificarlos y medirlos. Por otra parte, existe siempre una cuestión previa, y es el perfil de riesgo que se quiere adoptar, cuestión que es variable para cada agente económico.



Los riesgos en definitiva, se toman, y el peor de los mundos se presenta cuando un perfil de riesgo no es producto de una decisión calculada, sino de una operativa de mercado que busca solo la rentabilidad o el crecimiento, olvidándose del riesgo.

Podemos dar un paso más a la conceptualización del riesgo si lo definimos como las pérdidas potenciales por encima de un resultado esperado, proyectado o calculado. Al introducir los términos de resultado esperado, se está haciendo uso, implícitamente, de conceptos que están en el campo de la probabilidad.

Por tanto el riesgo es la posibilidad de que se produzca un resultado desfavorable en relación con un resultado esperado. Puede darse el caso de una empresa que espera perder un determinado importe en los primeros años del lanzamiento de un nuevo producto.

En este caso, el riesgo proviene de que las pérdidas sean superiores a la proyectadas, no simplemente de que se produzcan. Finalmente, un paso más es el intento de medir la cuantía del riesgo.

En el ámbito de los riesgos de mercado, se creó el concepto VaR<sup>3</sup> (valor en riesgo), definido como la pérdida máxima que puede producirse en un horizonte temporal determinado, y con un nivel de confianza dado.



## Tipos de Riesgo.

### Riesgo de Crédito.

Es la posibilidad de sufrir una pérdida originada por el incumplimiento de las obligaciones contractuales de pago. El incumplimiento suele estar motivado por un retroceso en la solvencia de los agentes prestatarios, relacionados con problemas de liquidez, pérdidas continuas e incluso quiebra en el caso de las empresas, o por disminución de los ingresos, aumentos en las tasas de interés y aumento del paro en el caso de las familias, aunque también puede producirse por ausencia de voluntad de pago. Es un riesgo típico de los bancos, cuyo activo soporta, en una alta proporción, operaciones sujetas a riesgo crediticio. La eclosión de los derivados ha dañado una nueva dimensión a los riesgos fuera de balance, riesgos que se añaden a los anteriores.

El riesgo de crédito también afecta a la mayoría de las empresas no financieras, tanto por las relaciones con sus clientes finales, como por la amplitud del crédito entre empresas.

La modelización del riesgo de crédito ha evolucionando desde el planteamiento que consideraba únicamente como suceso desfavorable el incumplimiento en el pago, a un enfoque más amplio donde se contemplan como suceso relevantes los cambios de la calidad crediticia de los diversos agentes acreditados, aunque no se produzca el incumplimiento.



La medición de las pérdidas de crédito depende de tres variables fundamentales. La primera es la probabilidad de cambio de calidad crediticia de cada contraparte. En algunos modelos, los estados posibles se reducen a dos: sano con un nivel de calidad crediticia determinado, e insolvente; y el modelo necesita disponer de la estimación de las probabilidades de tránsito desde cada estado de calidad crediticia al estado de insolvencia. En otros modelos, se estiman las probabilidades de de transición desde cada estado de calidad crediticia a todos los posibles, incluyendo en esta caso la situación de solvencia.

La segunda variable, de la que depende la medición de las pérdidas de crédito, es el importe en riesgo cuando se produce el suceso calificado como insolvencia. Si el horizonte temporal para medir el riesgo es un año, el objetivo es calcular cuál será el saldo vivo de cada una de las operaciones vivas que estén que estén en balance en dicha fecha.

En muchos créditos es relativamente sencillo realizar una estimación, pero en otros productos existen cláusulas opcionales que pueden ser activadas discrecionalmente por los agentes prestatarios, en estos casos, los cálculos son más complejos.

Por último, la tercera variable que influye en el importe de las pérdidas de crédito, es la tasa de pérdida condicionada a la realización del evento insolvencia en alguna de sus modalidades. Esta tasa mide el porcentaje no recuperado respecto al importe en riesgo que existe en la fecha cuando se produce el evento desfavorable.



Como vemos, un modelo de riesgo de crédito está lejos de ser una construcción sencilla, y el tiempo empleado en su diseño, implantación y contraste se mide en años. Su elaboración requiere muchos esfuerzos coordinados, apoyados en una voluntad previa, y exige disponer de una histórica fiable como condición necesaria, pero no suficiente, para obtener resultados satisfactorios.

El riesgo de crédito fue, y sigue siendo, la causa principal de los múltiples episodios críticos que han vivido los sistemas bancarios del mundo en los últimos veinte años. Diversos informes del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial sobre los problemas del sistema financiero en el periodo 1980-1996, daban cuenta de la existencia de situaciones graves y crisis de los sistemas bancarios de 133 países, cifra que supone el 75% de los países miembros del FMI.

Según la metodología utilizada en los citados informes, se distinguían dos niveles de gravedad: en primer lugar "Crisis", caracterizada por quiebras, niveles fallidos muy elevados e intervención masiva de las autoridades económicas en las entidades; en segundo lugar "problemas significativos", con niveles de morosidad muy altos, intervención de algunas entidades y ventas posteriores al sector privado.

La distribución de los casos según criterios de desarrollo económico o madurez del sistema financiero, no presenta una estructura identificable, ya que en países como Estados Unidos de América, Japón, Italia, Francia o Suecia sufrieron diversos episodios críticos, caracterizados por el F.M.I. como "crisis" o "problemas significativos".





Las causas que a juicio de los redactores de los informes, habían motivado las situaciones críticas eran:

- 🍏 Créditos subvencionados por motivos políticos.
- 🍏 Créditos evaluados bajo criterios laxos por motivos sociales.
- 🍏 Excesivas facilidades para la autorización de bancos.
- 🍏 Desarrollo de malas prácticas bancarias.
- 🍏 Choques externos debidos a una fuerte vinculación con precios de materia primas.
- 🍏 Burbujas inmobiliarias con incremento muy rápido del volumen de los créditos, y posterior colapso de la burbuja, con numerosos fallidos y pérdida del valor de las garantías reales.
- 🍏 Efecto arrastre de crisis industriales por excesiva vinculación con las empresas afectadas.
- 🍏 Peso excesivo de las cargas de estructura.
- 🍏 Riesgo de interés y cambio mal gestionados.
- 🍏 Nivel muy alto de los coeficientes bancarios y bajos tipos de interés de las reservas obligatorias.
- 🍏 Fraudes.
- 🍏 Velocidad en el proceso de liberación financiera con déficit de capital humano.
- 🍏 Ausencia o fuertes deficiencias de las reglas de supervisión bancaria.



Después de la publicación de los citados informes del F.M.I. y del Banco Mundial, la crisis asiática hizo su aparición, y entre los principales factores explicativos destacan los graves problemas crediticios de muchos de los bancos y sociedades financieras de la zona, con el resultado de crisis bancarias en la casi totalidad de los países afectados. Posteriormente los sucesos de Rusia, volvieron a poner en primer plano la fragilidad de algunos de los sistemas bancarios (aunque el caso ruso es en cierta medida atípica, debido a las condiciones específicas en las que se había creado, recientemente el sistema financiero).

Pero un mes después, sonó la alarma en el mercado bancario estadounidense debido a la crisis del Long-Term Capital Management (LTCM), un hedge fund, que conmocionó a los mercados financieros; lo que estaba planteado sobre el tapete era un problema grave de riesgo de crédito.

### Riesgos de Mercado.

Con este término se describen las posibles pérdidas que pueden producirse en activos financieros que forman parte de carteras de negociación y de inversión, y que están originadas por movimiento adversos de los precios de mercado; casos particulares de los riesgos de mercado son los riesgos de interés y de cambio. El riesgo de mercado aparece en la gestión de las posiciones de carteras que contienen acciones, bonos, divisas, mercancías, futuros, swaps y opciones, entre los casos más importantes.



Los riesgos de mercado han ido creciendo en importancia a medida que se creaban más importantes instrumentos financieros y crecía la utilización de derivados entre los agentes especializados (bancos de inversión, sociedades de valores, fondos de inversión) y también entre los inversores particulares. Otro factor que incentivó fuertemente, tanto a los reguladores como a los gestores, fue una sucesión de desastres financieros.

### Riesgo de Interés

Es la pérdida que puede producirse por un movimiento adverso de los tipos de interés, y se materializa en pérdidas de valor de mercado de activos financieros sensibles al tipo de interés, como los títulos de renta fija (pública y privada) y, en general, todos aquellos activos cuyo precio sea sensible a los movimientos de los tipos de interés. Entre los que hay que señalar muchos derivados, como lo swaps, los futuros y forward sobre los tipos de interés a corto y a largo plazo, y las opciones sobre bonos o sobre futuros. Existen también riesgos de interés cuando las mesas patrimoniales de activo y pasivo de un banco renuevan sus tipos de interés en fechas diferentes. El impacto de este riesgo de interés se puede medir en variables significativas como:

- ♣ El valor de mercado de la entidad.
- ♣ El beneficio contable.
- ♣ El margen de intermediación.
- ♣ La generación de recursos d capital a lo largo de un determinado intervalo temporal.



## Riesgo de Liquidez

Se define como la posibilidad de sufrir pérdidas originadas por la dificultad, total o parcial, de realización de ventas o compras de activos, sin sufrir una modificación sensible de los precios. El riesgo de liquidez también se refiere a las pérdidas originadas por encontrar dificultades en la financiación necesaria para mantener el volumen de la inversión deseado. Esa dificultad se puede manifestar bien mediante la ausencia de ofertas, bien por la elevación de los tipos de interés que en algunos casos obliga a llevar a cabo ventas de activo con realización de pérdidas.

## Riesgo País

Desde un punto de vista general, el riesgo país puede definirse como el riesgo de materialización de una pérdida que sufre una empresa, o un inversor, que efectúa parte de sus actividades en un país extranjero. Este riesgo es el resultado del contexto político económico del estado extranjero, y la pérdida puede ser debida a una inmovilización de los activos (confiscación de bienes, bloqueo de fondos, moratoria o repudio de deudas), o a la pérdida de un mercado, debido las razones anteriores.

## Riesgo Soberano.

Se define como el los agentes acreedores, tanto de los estados como de las empresas garantizadas por ellos, originado por al falta de eficacia de las acciones legales contra el prestatario o último obligado al pago, por razones de soberanía.



### Riesgo de Transferencia.

Es el de los acreedores extranjeros de los residentes de un país que experimenta una incapacidad general para hacer frente a sus deudas por carecer de la divisa o divisas en que están denominadas.

### Riesgos operativos.

Las transacciones financieras deben ser registradas, almacenadas y contabilizadas, y debe exigirse, además, la realización de un seguimiento durante su vida hasta que son finalmente canceladas.

Todos estos aspectos tienen un soporte documental preciso, y unas normas y procedimientos de administración y control. Cualquier discrepancia entre lo que «debe ser» y lo que «realmente es», produce la materialización de riesgo operativo. Una póliza sin firmar, una garantía no verificada, una operación no registrada, son casos concretos de este tipo de riesgo. El riesgo operativo también incluye fraudes, en los que no sólo existe la posibilidad de un error humano, sino también la intencionalidad. El riesgo tecnológico es una modalidad de riesgo operativo.

### Riesgo legal.

Este tipo de riesgo se presenta por la posibilidad de que existan errores en la formulación de los contratos y, en este sentido, se puede considerar una modalidad de riesgo operativo.



Pero también se presenta el riesgo legal por una interpretación de los contratos diferente a la esperada. Hay que incluir el posible incumplimiento de regulaciones legales y el riesgo legal originado por conflictos de intereses.

### Riesgo de modelo.

Es inevitable e imprescindible la utilización de modelos para medir, gestionar y controlar los riesgos; pero, al mismo tiempo, hay que entender que los modelos, todos los modelos, son en esencia una simplificación (creativa) de la realidad. En los mercados financieros (y en la economía en general), los fenómenos que intentan representar los modelos son de una enorme complejidad. Los analistas, gestores y directivos deben ser conscientes de que el mejor modelo es el «menos malo», pero nunca es el «bueno».

Esta limitación exige una atenta vigilancia del comportamiento del modelo mediante el contraste de los resultados que produce con los hechos, y un adecuado esfuerzo de investigación de nuevas posibilidades, así como con el desarrollo de planes de contingencia para situaciones excepcionales.

Siempre existen factores que se escapan a la modelización. Todo modelo necesariamente simplifica la realidad, bien mediante las hipótesis que realiza, bien con la selección de determinadas variables y la exclusión de otras. Las hipótesis permiten, generalmente, un tratamiento matemático operativo, y la selección de las variables se realiza suponiendo que las excluidas no son esenciales.



Sin embargo, en algunos momentos, algunas de las variables excluidas se convierten en principales, bien porque son el reflejo de fenómenos nuevos que antes no existían, bien porque eran variables «dormidas» que, en condiciones normales, no tienen gran influencia, pero que superado un cierto umbral comienzan a ser operativas.

Por otra parte, algunos parámetros se consideran constantes o, en cualquier caso, no aleatorios, para de ese modo simplificar las hipótesis y resolver más fácilmente las dificultades matemáticas. En el modelo de Black y Scholes para calcular el precio de una opción europea, se supone que la volatilidad de la rentabilidad del subyacente es constante, mientras que otros modelos relajan esta hipótesis y llegan a otros resultados.

Además, los parámetros hay que estimarlos utilizando la información histórica disponible, y no siempre existen opiniones unánimes de cómo se realizan las mejores estimaciones, tanto en cuanto a la muestra que hay que utilizar, como en cuanto a los procedimientos estadísticos más adecuados. Un mismo modelo produce resultados diferentes si los parámetros que utiliza son diferentes.

En el caso de los riesgos de mercado y crédito, se hace un uso intensivo de métodos estadísticos; el fin último es la obtención de la función de distribución de probabilidad que tenga la mejor capacidad predictiva de los comportamientos futuros de las fluctuaciones de los precios en el caso de los riesgos de mercado, y de las pérdidas crediticias en el caso del riesgo de crédito.



Los trabajos realizados sobre este punto, tanto por investigadores académicos como por profesionales del mercado, demuestran que los resultados sean en bastantes ocasiones poco robustos, y, cada cierto tiempo, no sólo es necesario reestimar los modelos, sino también sustituir el propio modelo.

Esto indica, no tanto un problema estadístico, como las carencias que presenta la teoría, tanto económica como financiera. A falta de una aproximación fundamental que permita obtener relaciones sólidas entre las variables, se hace uso intensivo de métodos estadísticos que intentan capturar la fenomenología de los comportamientos.

La conclusión es que, sin renunciar en absoluto a los métodos estadísticos (sino, por el contrario, implementándolos de la forma más eficiente de ellos), el análisis de los riesgos financieros no se puede) reducir exclusivamente a la utilización de dichos métodos.

Es necesario añadir la experiencia y los conocimientos de personas expertas de distintos campos de la realidad, en una visión interdisciplinaria, para así poder integrar la variedad de aspectos que están presentes en lo que llamamos riesgo.





## La medición de los riesgos y cuestiones conexas

El diseño de sistemas eficientes para la **identificación, medición, gestión y control** de los riesgos sigue siendo un tema abierto, donde cabe todavía una amplia mejora y donde, en el caso de las empresas y los organismos reguladores, existe recorrido para amplias tareas de investigación.

Mediante la identificación se conoce cuáles son los factores subyacentes que influyen sobre el valor de mercado de los activos, y se establecen las relaciones teóricas que permiten una posterior medición.

La medición se apoya en la anterior etapa de identificación, y expresa la fase cuantitativa, intensiva en la utilización de modelos, donde las técnicas estadísticas, econométricas y de optimización se convierten en las herramientas imprescindibles de trabajo.

La gestión en un sentido amplio, incluye las etapas anteriores, así como la fase de control, y más específicamente se concreta en la toma de decisiones para conseguir la optimización de la «función objetivo» que corresponda a la línea estratégica en términos de rentabilidad ajustada al riesgo.

Los sistemas de medición de los riesgos sirven de apoyo a la toma de un conjunto de decisiones de gran relieve en el ámbito de la gestión.



Algunas de las más importantes se citan a continuación:

- ♠ Determinación de límites operativos para las posiciones de negociación.
- ♠ Determinación de límites para la concentración de crédito según calificación crediticia, sector de actividad y zona geográfica.
- ♠ Evaluación de los resultados en diferentes líneas de actividad.
- ♠ Obtención de rentabilidades ajustadas al riesgo soportado.
- ♠ Diseño de coberturas.
- ♠ Determinación de objetivos en términos de rentabilidad esperada y riesgo soportado. Asignación de los recursos de capital.
- ♠ Cálculo de los recursos de capital, tanto desde el punto de vista de la regulación, como desde el objetivo de conseguir un nivel de rating determinado.
- ♠ Generación de la información adecuada a los diferentes agentes relevantes, como accionistas, auditores, reguladores, agencias de calificación, clientes, medios de comunicación especializados y otros.
- ♠ Determinación de las primas de riesgo.

El mercado es intrínsecamente volátil y riesgoso, sometiendo a las economías nacionales y específicamente a los sectores más débiles de ellas a una presión permanente matizada con frecuentes picos de crisis. Esta extrema volatilidad financiera lleva en las economías nacionales a la aplicación de políticas dirigidas a la "administración de la crisis". Lo que significa una clara adaptación a la concepción (en cierto modo decadentista) que vivimos en una "crisis constante" en este mundo postmoderno, o desde la óptica de Francis Fukuyama, en esta era posthumana.



La prosperidad se basa en la capacidad de un país de crear un entorno en el cual las empresas puedan producir y vender exportaciones complejas y altamente diferenciadas que agregan un valor especial a consumidores sofisticados y exigentes, que a su vez premian a las empresas con mayores márgenes de utilidad.

Como consecuencia de la eliminación de muchas barreras al comercio internacional y la reducción en el precio del transporte y las comunicaciones, los mercados emergentes ahora compiten activamente en atraer inversionistas extranjeros.

Al contar con más posibilidades que antes, estos inversionistas pueden contribuir a desarrollar el conjunto de empresas de apoyo que se requieren para crear un ambiente de negocios competitivo mediante el desarrollo de la infraestructura, el capital humano y la tecnología.

Los inversionistas se ven atraídos a los países por lo menos por una de las tres razones básicas:

- ♪ Para obtener bienes para exportación y aprovechar el bajo costo de la mano de obra en la producción de productos de baja tecnología;
- ♪ Para lograr acceso a grandes mercados de consumidores; y
- ♪ Para aprovechar determinadas estructuras económicas, políticas o sociales que no pueden imitarse fácilmente en otros países.



El nivel de atracción de un mercado para una empresa varía de una industria a otra, en otras palabras, es más probable que una empresa fabricante de productos de consumo asigne prioridad al acceso al mercado en países con una clase media grande, mientras que las empresas de recursos naturales inviertan en países ricos en productos básicos.

Las ventajas que un país necesita desarrollar para sus inversionistas extranjeros y nacionales incluyen una sofisticada demanda de productos, recursos humanos especializados, excelentes proveedores y estructuras industriales que sean competitivas y cooperativas, es decir, motores de la innovación. Estas ventajas ayudan al inversionista extranjero a desarrollar productos y servicios complejos y a exportarlos a todo el mundo.

Nuestras investigaciones sobre los perfiles comerciales de 27 economías con mercados emergentes, y las recientes investigaciones, demuestran que los países que exportan productos y servicios complejos a consumidores sofisticados tienden a crear más riqueza, medida en función del poder adquisitivo, para sus ciudadanos.

### **La complejidad como objetivo**

Por otra parte, los países que compiten sobre ventajas básicas están empobreciéndose. Los países de América latina y África, que cuentan con abundantes recursos como potencial hidroeléctrico, cobre, esmeraldas, flores, petróleo, recursos humanos no calificados y sol en promedio se han vuelto más pobres y han desarrollado una persistente y con frecuencia creciente brecha entre ricos y pobres.



Japón y Corea del Sur, que comenzaron el proceso de desarrollo sin ventajas en materia de recursos naturales aparte de una numerosa población, han logrado en las tres últimas décadas crear una fuerza laboral altamente calificada, vigorosos programas educacionales y las tasas más altas de crecimiento de productividad en el mundo. Estos países aprovecharon extensamente las políticas de fuerte apoyo gubernamental al sector industrial.

Aunque efectivas de algunas formas, estas políticas crearon muchos problemas. En la actualidad, estos países están desmantelando la mayoría de las políticas industriales que habían aplicado.

En un modelo radicalmente diferente, analicemos el estado de Massachussets. Tiene un ingreso per cápita de US \$ 40.000 y un mercado de sólo seis millones de personas.

Basa completamente su competitividad y la creación de riqueza en las ventajas de la educación superior, exportando servicios médicos, programas de computación, biotecnología, y una excelente educación universitaria.

No estamos sugiriendo que Rwanda se convierta en un centro de inversiones en biotecnología o que el Perú deba intentar convertirse en una capital financiera mundial. Nuestro argumento es simple: que las economías emergentes son pobres porque no han invertido en estrategias más complejas.



Las verdaderas ventajas competitivas no son fáciles de imitar. Se basan en un profundo conocimiento de lo que necesitan o desean los clientes, la cooperación entre todas las partes de la empresa, una orientación hacia el exterior y una relación no defensiva entre el gobierno y el sector privado.

La tarea de crear ventajas complejas en vez de solamente ventajas básicas —y de atraer inversionistas más sofisticados del exterior— ya no es la responsabilidad de unos cuantos líderes gubernamentales e influyentes empresarios, es responsabilidad de muchos líderes, y requiere una visión y un conjunto de objetivos altamente coordinados.



#### 4.5 ATRACTIVO ECONÓMICO.

En el futuro, los Mercados Emergentes globales y locales, tendrán un rol protagónico en las cifras de negocios de las empresas, que decidan entrar en ellos; localmente se fortalecerá el mercado de los conos, en la medida que los resultados del cono norte, sean atractivos y tangibles para las grandes empresas inversionistas.

El mercado de provincias será la nueva oportunidad conseguir una posición importante en éstos mercados requiere una oferta moderna, innovadora, orientada a mejorar el nivel de vida en provincias. El consumo familiar representa las dos terceras partes del consumo interno y el 85% de las decisiones de compra del consumo familiar las toman mujeres. El mercado infantil influye en un tercio del consumo familiar, pero además el mercado infantil toma sus propias decisiones en el uso de sus propinas.

#### Rentabilidad de Mercados Emergentes.

La rentabilidad de las operaciones en los Mercados Emergentes ha resultado superior que la de mercados tradicionales, en los últimos tres años. Localmente, las inversiones en Mercados Emergentes han reportado, en promedio en el 2003, una rentabilidad superior en 25% a la obtenida en mercados tradicionales. Las cinco operaciones más exitosas en Mercados Emergentes de nuestro medio, han tenido un factor clave y común, identificar el nivel de valor más apreciado por el mercado emergente y satisfacerlo con diversidad, creando valor para la empresa.



## Los negocios de barrio en los Conos.

Los Mercados Emergentes representan una nueva estructura de las industrias, comercios y servicios que los atienden, cambiando las posiciones de ganadores y perdedores.

Los grandes perdedores en los Mercados Emergentes, como el cono norte, han sido los negocios de barrio, que han perdido los clientes que ahora compran en los nuevos centros comerciales, cadenas especializadas y supermercados.

El gran cambio del negocio de barrio para construir alianzas y no ir solo, es tercerizar, lo que no es la razón de ser de su negocio, y tender redes de clientes y proveedores, pasa por aprovechar oportunidades concretas existentes hoy:

¿Pueden los negocios de barrio enfrentar exitosamente a los gigantes que ingresan a los Mercados Emergentes, como los conos? ... sí, con la estrategia correcta.

Resulta interesante y con cuidado redituable el realizar inversiones en ciertos sectores de las economías que por su alto desempeño y desarrollo de primer nivel, atraen a los capitales. Procurando tener mayor certeza y seguridad más que asumir un riesgo y ganar más a costa de las oportunidades que ofrecen las economías de mercados emergentes.





El factor de riesgo que imprimen los mercados emergentes es alto, debido a su volatilidad, es decir, sus altibajos de operatividad, la seguridad y confianza en las entidades que ahí cotizan, agréguese a esto el nivel de riesgo-país, la dependencia y repercusiones de las economías líder, la nada despreciable gama de oferentes y consumidores, sus recursos naturales su diversidad en capital humano e intelectual, los bajos costos de fabricación que implica la competitividad con el mercado internacional, bajas tasas de interés, estímulos fiscales, práctica monetaria de tendencia sólida, posición geográfica estratégica comercial, uso y necesidad de tecnología de producción y en su comunicación, la democracia e igualdad de derechos para sus ciudadanos, el nivel de ingresos per cápita, su producto interno bruto, conflictos sociales y políticos, su cultura e idiosincrasia y finalmente sus expectativas de crecimiento y proyectos de nación de corto y largo plazo, son aspectos que analizan los inversionistas para ser protagonistas y partícipes en esta clase de modelos económicos.

Se hace entonces evidente que quienes incursionan en mercados emergentes asumen por tanto el riesgo que representan, pero con la determinante decisión que este mercado ofrece oportunidades envidiables con posibilidades de colocarse en los primeros niveles económicos en un futuro promisorio.

Téngase presente que los países emergentes tienen cada vez más peso en el contexto internacional; sin embargo, para la participación en ellos se requiere de la sapiencia de la buena orientación y la paciencia necesaria ya que con esto se obtendrá entonces una gran satisfacción y retribución por sus inversiones.



A lo largo de la historia se han dado acontecimientos en el mundo que dejarán definidos ciertos límites ya sean para segmentar los cambios generacionales o bien el logro de la consolidación de una revolución, llámese armada, ideológica, social, literaria, tecnológica o económica, cada una de estas ha producido acontecimientos relevantes a gran escala, en cada una se han gestado movimientos importantes hacia el avance del progreso de la humanidad, en cada uno de ellos el hombre ha representado su papel protagónico en su naturaleza.

Para los países ha sido una clave en su desarrollo o su atraso, la participación en estos grandes eventos, puesto que les ha representado modificaciones en sus componentes sectoriales y en sus proyectos de futuro.

Se ha podido recoger de los cambios surgidos por las revoluciones económicas, a partir de las primeras formaciones de producción, pasando por el esclavismo, el feudalismo, la industriocidad, el capitalismo, el socialismo y en nuestro tiempo la globalización, que los grandes protagonistas se hicieron a causa de distintos factores como la identidad nacional, la cultura organizacional y el capital principalmente, siendo este último el patrón de riqueza económica que distingue aún a las naciones.

De ahí la formación de los grandes potenciales económicos, con un alto desarrollo tecnológico y estructural y habiéndose consolidado no obstante los grandes acontecimientos del siglo XX como países desarrollados, dividiendo el bloque mundial con los países en desarrollo o subdesarrollados.



Un aspecto interesante que se aprecia es que a causa de la diversidad de riqueza de los países ricos, se llega al punto en que estos poseen más que lo suficiente para consumir al tiempo que entran en serios problemas de demanda, oferta y consumo y para los inversionistas se torna un ambiente difícil y deprimido, por ello, su atención se fija en aquellas economías que requieren de la reactivación del mercado ofreciendo la diversidad del suyo, garantizando la demanda y el consumo.

Países en desarrollo que ahora integran el bloque de economías emergentes, han visto crecer sus negocios, debido al alto grado de oportunidad y rendimiento que ofrecen a los inversionistas. Esta clase de economías día con día crecen y se desarrollan más, tal es el caso de México y Brasil en América Latina, Rusia y Polonia en Europa del Este, China y la India en Asia y Sudáfrica y Egipto por África, principalmente países que se han distinguido por ser alternativas para los inversionistas, ya que su mercado es amplio y tienen un gran potencial de crecimiento.



## 5. PROCESO DE LA INVESTIGACIÓN.

Ahora iniciaremos el proceso de nuestra investigación, gracias a los diversos elementos que en la parte anterior de esta investigación hemos logrado.

Necesitamos llevar a cabo, para cumplir con nuestro objetivo, cuatro acciones fundamentales en tal investigación, antes de llegar a ofrecer tales resultados.

La primera acción está en relación a la captura de información real del fenómeno que necesitamos para esta investigación.

La segunda acción se refiere a la muestra que vamos a seleccionar para obtener de ella la información a la que nos referimos.

La tercera acción se refiere al tipo de muestreo o modo más conveniente de elegir la muestra, para que esta sea confiable y representativa en nuestro proceso de investigación.

Y por último la cuarta acción se refiere a los diversos experimentos o manipulación que haremos sobre la variable independiente de la hipótesis, apoyándonos en diversos instrumentos que nos permiten lo anterior.

El conjunto de estas cuatro acciones van a dar lugar a nuestra investigación y poder presentar en la parte final sus resultados.



## 5.1 CAPTURA DE INFORMACIÓN.

Por las características que tiene nuestra hipótesis planteada y que pretendemos someterla a una experimentación o investigación, consideramos que las técnicas más apropiadas para lograr dicha captura de información, son la **documental** y la **de campo**.

## 5.2 MUESTRA DE LA INVESTIGACIÓN.

Para capturar la información real del fenómeno que nos hemos propuesto investigar requerimos de una elección adecuada que nos dé validez y confiabilidad en la captura de información.

Una muestra se considera técnicamente, que son los sujetos o los objetos que van a proporcionar dicha información.

Esta puede ser de manera técnica probabilística o no probabilística, en nuestro caso usaremos de las dos modalidades.

Para este proceso de investigación que vamos a iniciar es fundamental elegir una muestra representativa que conserve un grado de confiabilidad.



Bloque de Países Emergentes más representativos considerados para la Población estadística:

China	Tailandia	Filipinas	Irán	Singapur
México	Chile	Argentina	Hong Kong	Perú
Rusia	Hungría	República Checa	Venezuela	Taiwán
Brasil	Malasia	Sudáfrica	Indonesia	Nigeria
India	Polonia	Corea del Sur	Egipto	Turquía
Rumania	Colombia	Bulgaria	Ecuador	Nueva Zelanda

Una muestra es una parcialidad de total de la población a investigar, se deberá conocer un criterio que nos permita determinar la cantidad de población a investigar y es a lo que llamamos muestra. Lo anterior se podría decir de la siguiente manera:

Deberemos determinar en primer momento el grado de confiabilidad que buscamos utilizar en la investigación. Sabemos que la población total sumada a la población insegura al ser dividida entre la población total nos permite conocer el grado de confiabilidad, de manera que:

$$G.C. = \frac{PT + PI}{PT}$$

DONDE:

G.C.	Es el Grado de Confiabilidad.
PT	Población Total.
PI	Población Insegura.



En nuestro caso sabemos que la población total es igual a 30, como población insegura tenemos 27, por lo tanto tenemos lo siguiente:

$$\text{G.C.} = \frac{30 + 27}{30}$$

$$\text{G.C.} = \frac{57}{30}$$

$$\text{G.C.} = 1.9$$

De lo anterior se puede deducir que como valor máximo de confiabilidad se podría representar con el valor de uno, es decir, de una muestra de 30, 3 son confiables; y como mínimo de confiabilidad el dos en una muestra de 30, 27 no serían confiables.

Con ello se podría determinar el tamaño de la muestra para la investigación, sabiendo que la población total deberá dividirse entre el grado de confiabilidad elegido, al cuadrado, de manera que:

$$\text{TM.} = \frac{30}{(1.9)^2}$$

$$\text{TM} = \frac{30}{3.61}$$

$$\text{TM} \quad 8.31 \longrightarrow 8$$



### 5.3 MUESTREO DE LA INVESTIGACIÓN.

Otro aspecto que esta en relación con la muestra de la investigación es el muestreo de la investigación, es decir, tener la manera más apropiada de elegir la cantidad de muestras. Si el muestreo se realiza con certeza, ésta aumenta la representatividad del grupo tomando como muestra y por tanto, su grado de confiabilidad y veracidad para la investigación.

Dentro de los diferentes procedimientos de muestreo, los más representativos son:

- ✓ **SELECTIVO.** Cuando las muestras son elegidas por sus características, por ejemplo, por profesión, experiencia, conocimientos, etc.
  
- ✓ **AZAR.** Donde la muestra se elige de entre varios, los que en suerte salgan.
  
- ✓ **ESTRATOS.** En los que se forman subgrupos ya sea por profesiones, sexo, edad, religión, etc., en los cuales, la frecuencia para que resulte es elegido.

En el caso de nuestra investigación creemos pertinente, que el muestreo más adecuado es el **selectivo y al azar, a través de una técnica de campo y una técnica documental.**





## 5.4 LOS EXPERIMENTOS DE LA INVESTIGACIÓN.

La cuarta acción que debemos realizar para esta investigación es determinar los diversos instrumentos que nos permitan los experimentos que realizaremos sobre la variable independiente.

La manipulación de la variable independiente, a través de experimentos, nos permite medir las consecuencias en la variable dependiente.

Las diferentes ciencias, carreras, profesiones o tipos de investigación, utilizan instrumentos que sean los más adecuados a ellos.

En nuestro caso consideramos que **los documentos, las entrevistas, el cuestionario, el sondeo de opinión, la escala de actitudes y la observación**, son los instrumentos idóneos para nuestra finalidad.

En el anexo número uno aparecen los diversos instrumentos construidos y aplicados que pueden ser entendidos bajo las siguientes instrucciones:



### 5.4.1 DOCUMENTOS

Hemos localizado diversos textos a través de su relación con nuestros indicadores. Hemos también asignado un código de color para cada indicador. Los textos localizados han recibido un número consecutivo de texto, y buscamos por la técnica del análisis cualitativo obtener un diferencial semántico que cargamos en una hoja de diferenciales.

### 5.4.2 ENTREVISTA.

Utilizando la guía de los indicadores, hemos creado reactivos para conformar el instrumento. La información obtenida, producto de ello, la codificamos en color según los indicadores, asignándoles un número de texto y por análisis cualitativo obtenemos un diferencial que cargamos en su hoja correspondiente.

### 5.4.3 CUESTIONARIOS.

Hemos creado un formato con los diferentes reactivos y a la información obtenida la codificamos en color y con número de texto, para obtener un diferencial semántico por la técnica de análisis cualitativo que cargamos en la hoja de diferenciales.

### 5.4.4 SONDEO DE OPINIÓN.

En el caso de sondeo de opinión creamos también el formato correspondiente, dando a los diferentes reactivos una escala de 10 valores para asignar la respuesta y cargar por análisis cualitativo de información al esquema correspondiente.



#### **5.4.5 ESCALA DE ACTITUDES.**

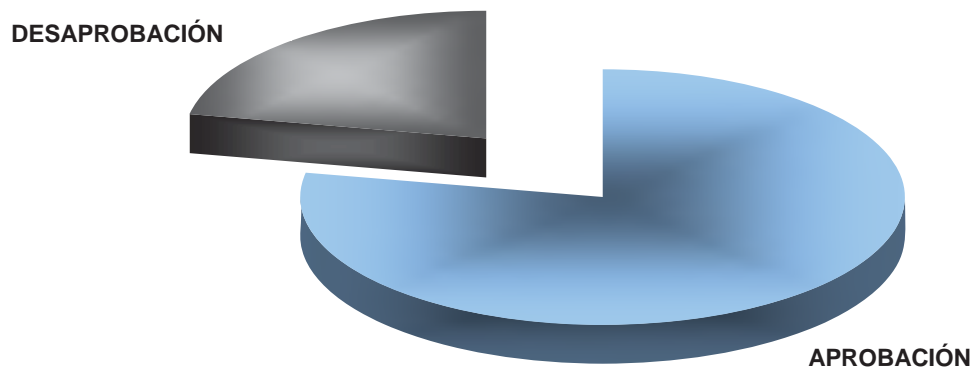
En la escala de actitudes creamos un formato con diversos reactivos acompañando a cada pregunta con la actitud que buscamos indagar, en una escala de cinco opciones para obtener por análisis cualitativo el diferencial semántico que cargamos en el esquema correspondiente.

#### **5.4.6 OBSERVACIÓN.**

En el caso de la observación detectamos la situación a observar y determinamos sus diferentes factores para cargar la información en el esquema correspondiente.

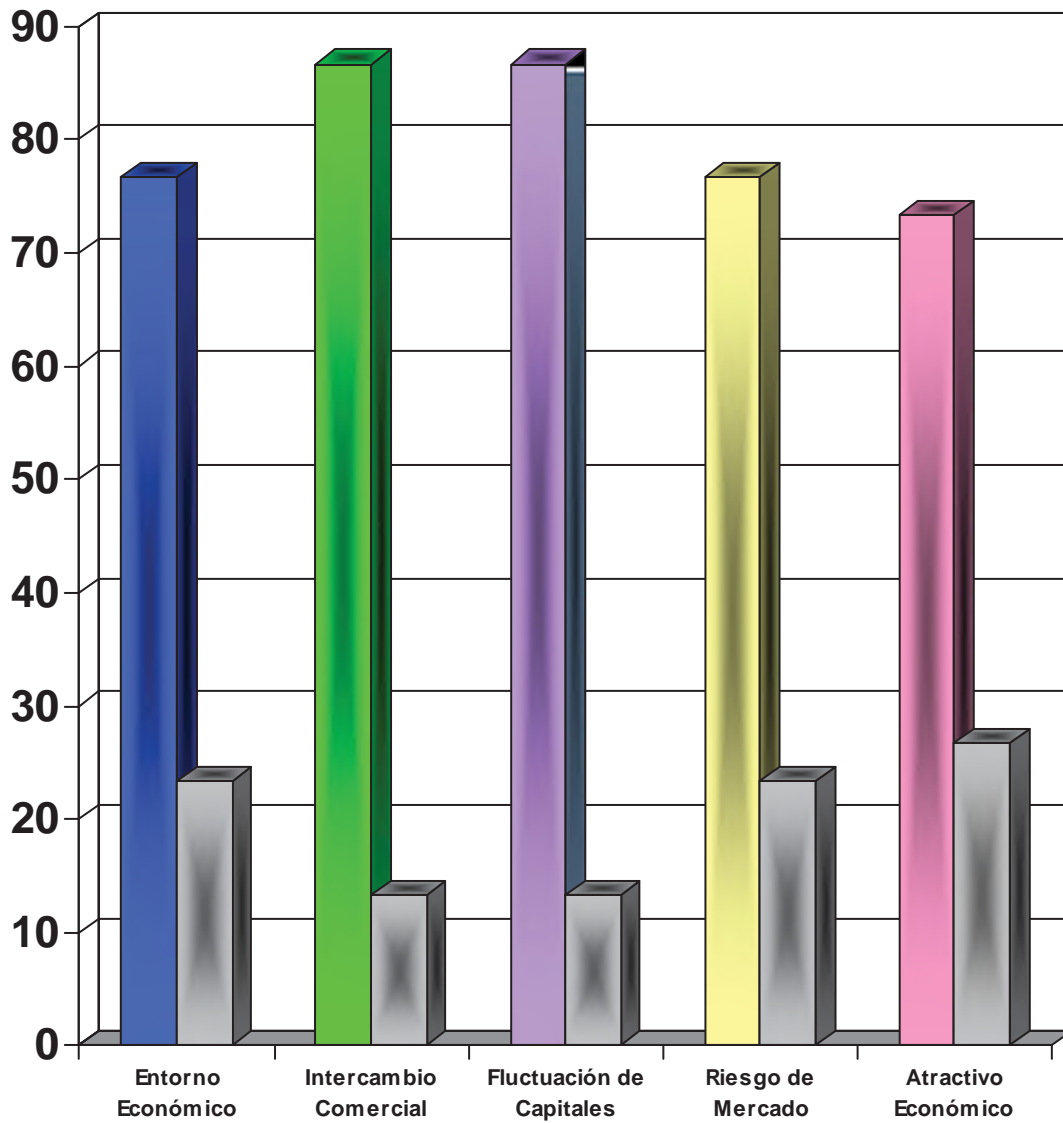


## 6. RESULTADOS FINALES

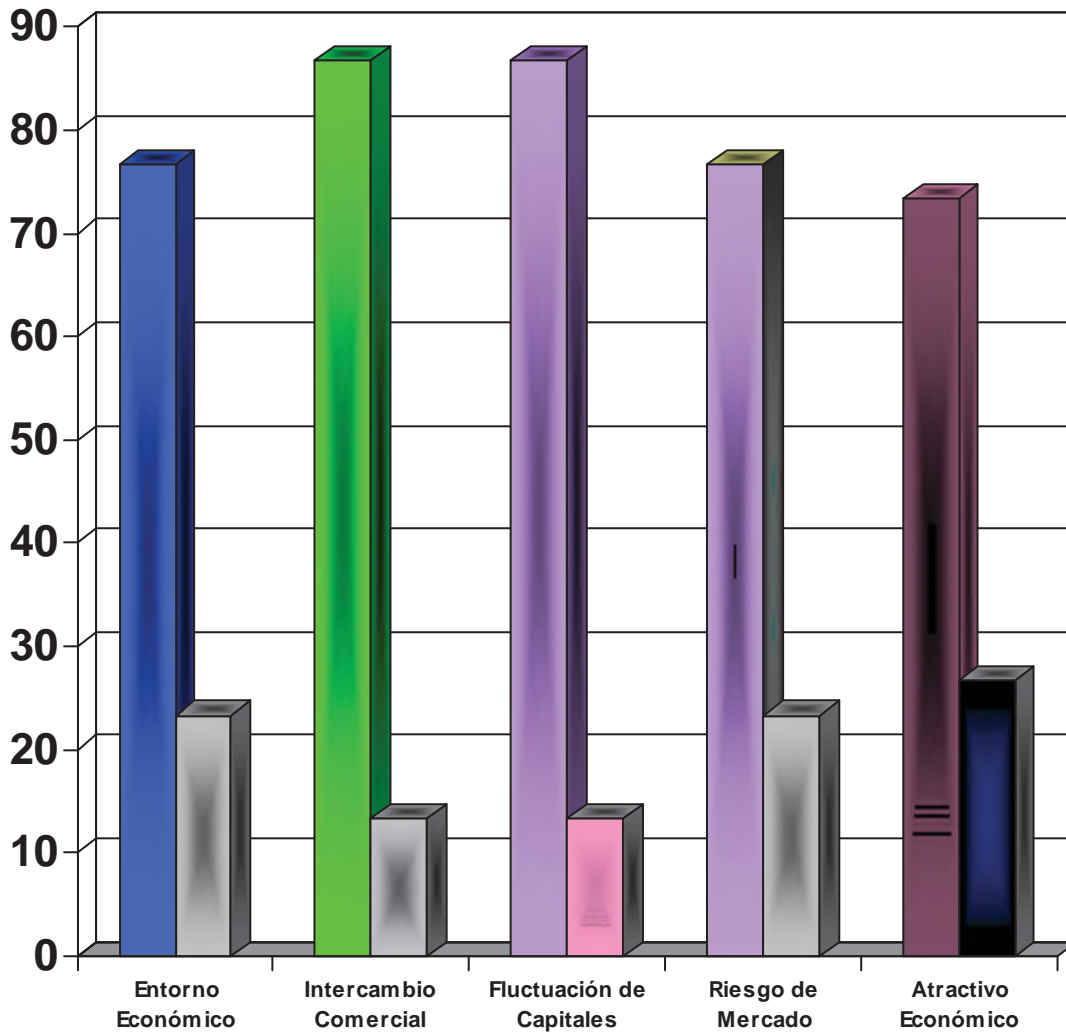


Finalmente, después de haber realizado una investigación, utilizando como instrumentos Documentos, Entrevistas, Cuestionarios, Sondeos de Opinión, Escala de Actitudes y Observaciones; sobre una muestra Documental, Cuatro Personas y la Observación de Tres Fenómenos, podemos concluir que nuestra hipótesis: **POSIBLEMENTE LA RENTABILIDAD Y RIESGO NOS PERMITE CONSIDERAR A LOS MERCADOS EMERGENTES COMO UNA OPCIÓN ALTAMENTE VALORABLE DE INVERSIÓN**, es aprobada en un 78.055 % y es desaprobada en un 21.945 %

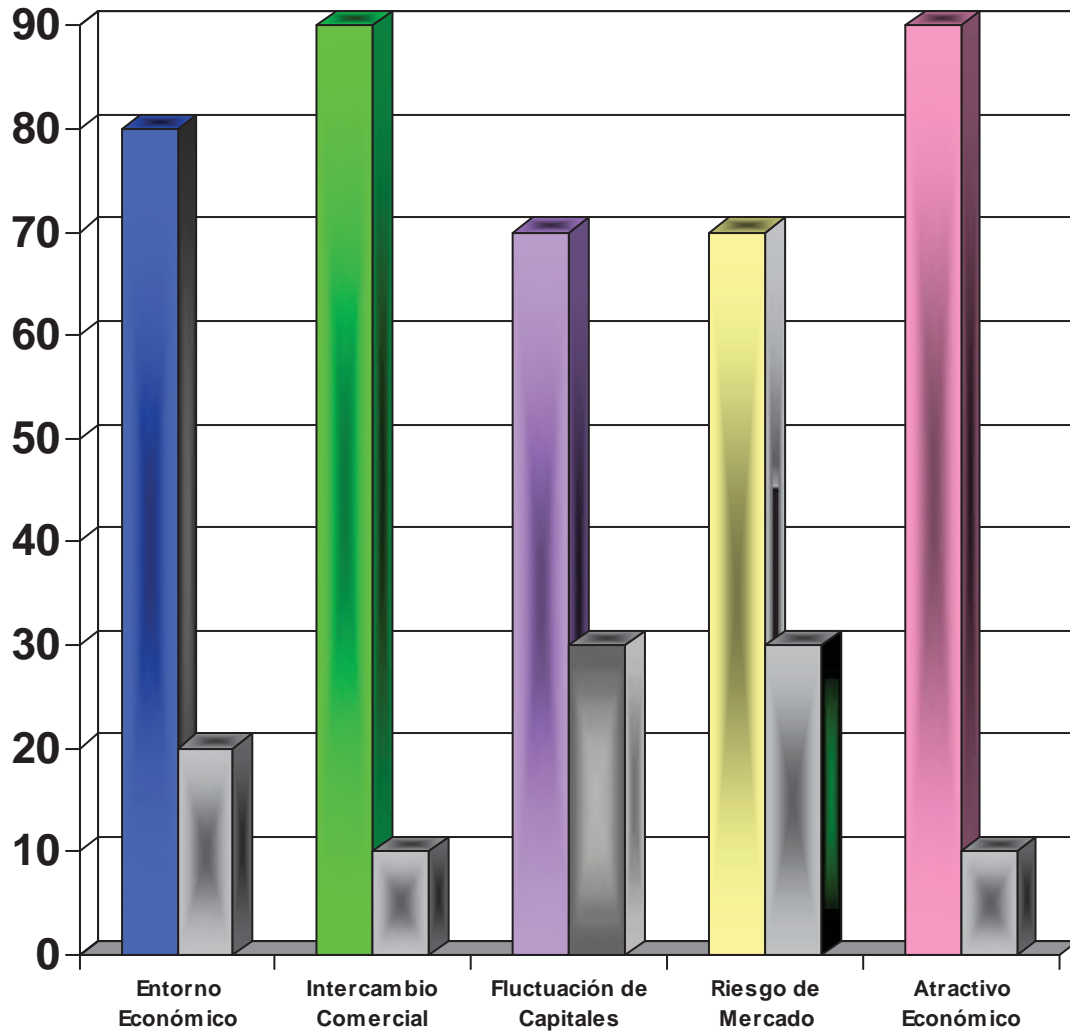
### CONCENTRADO GLOBAL



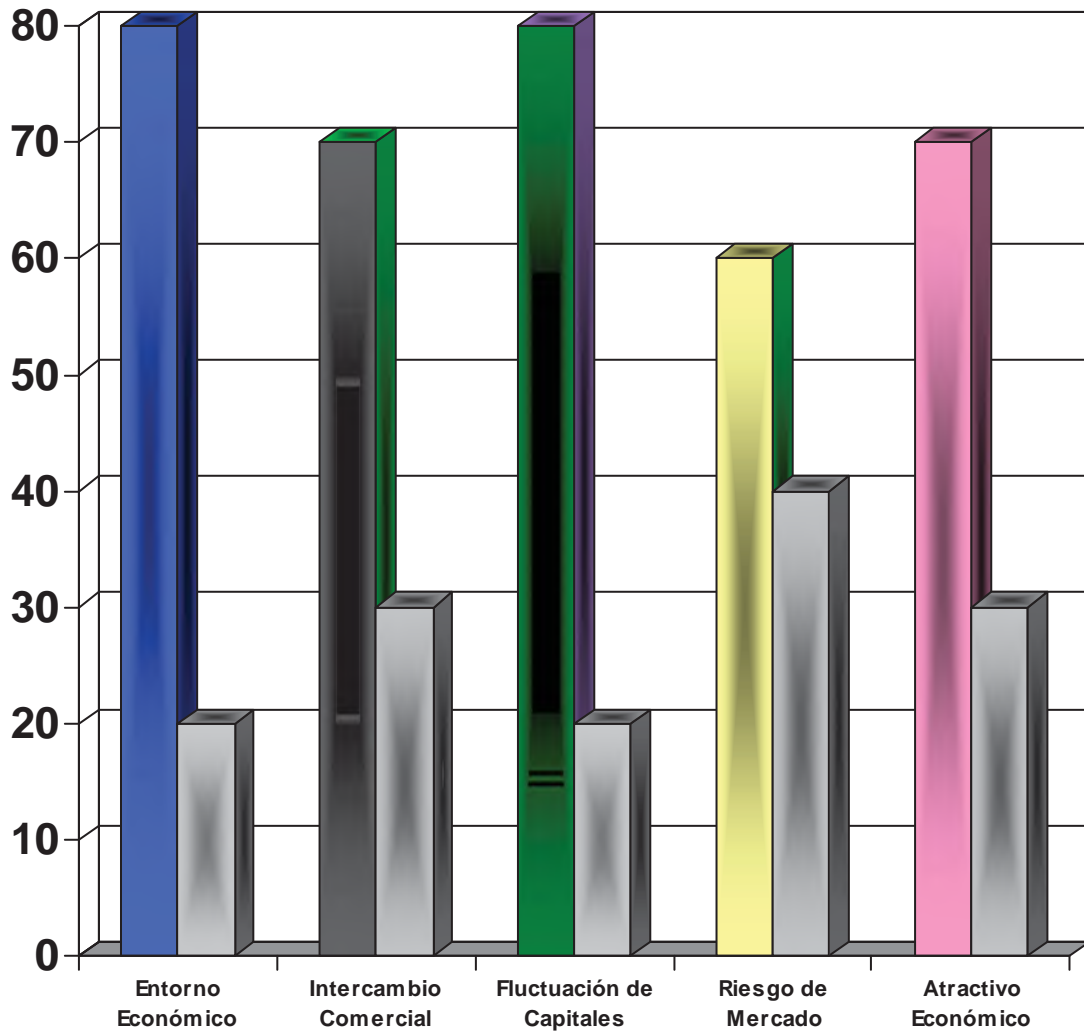
### DOCUMENTOS



### ENTREVISTA

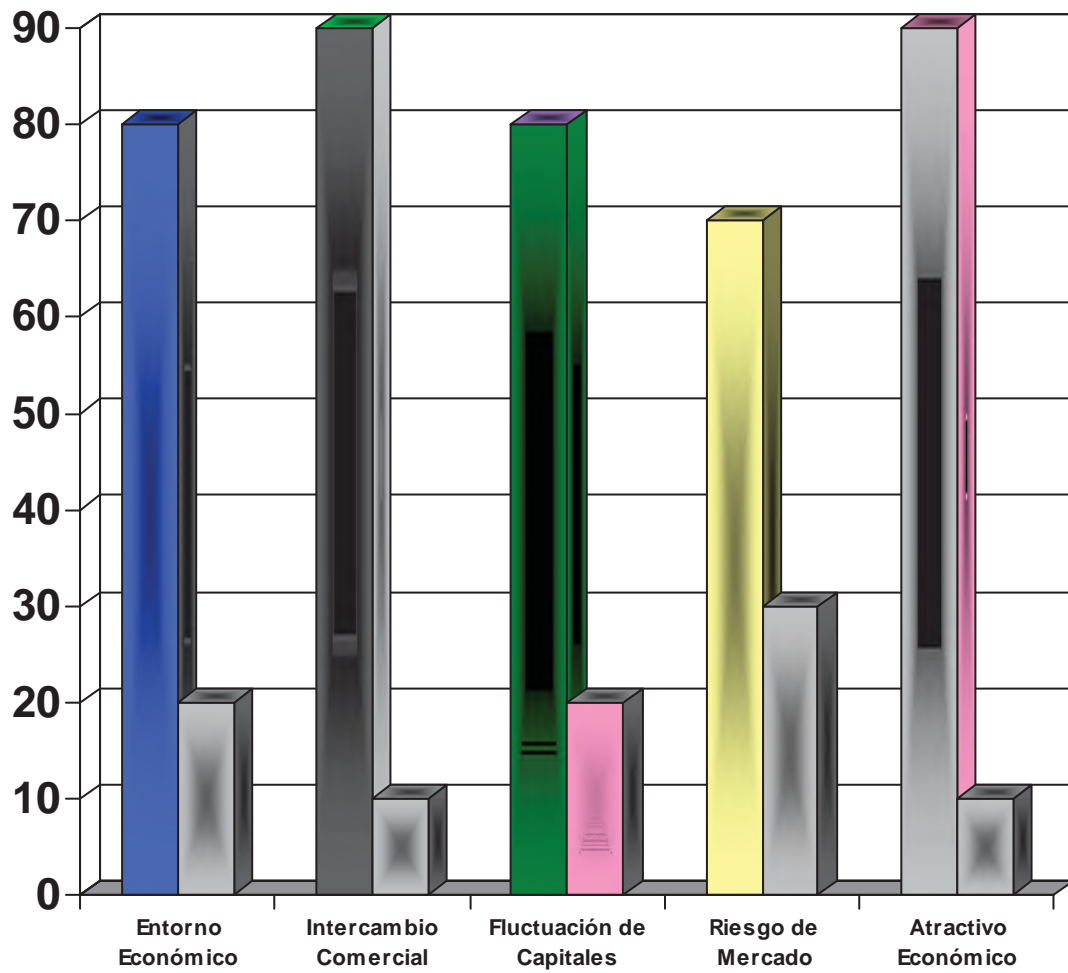


### CUESTIONARIOS

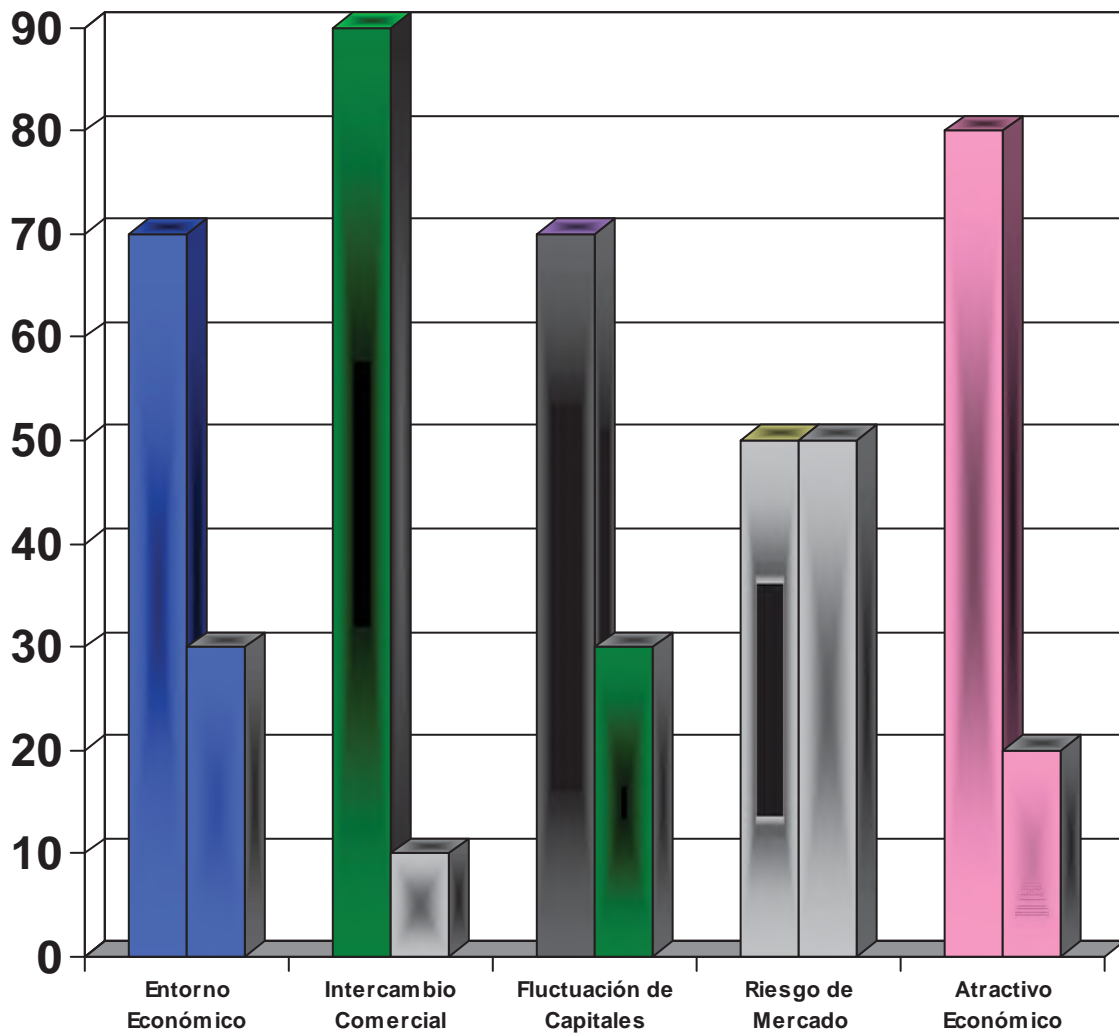




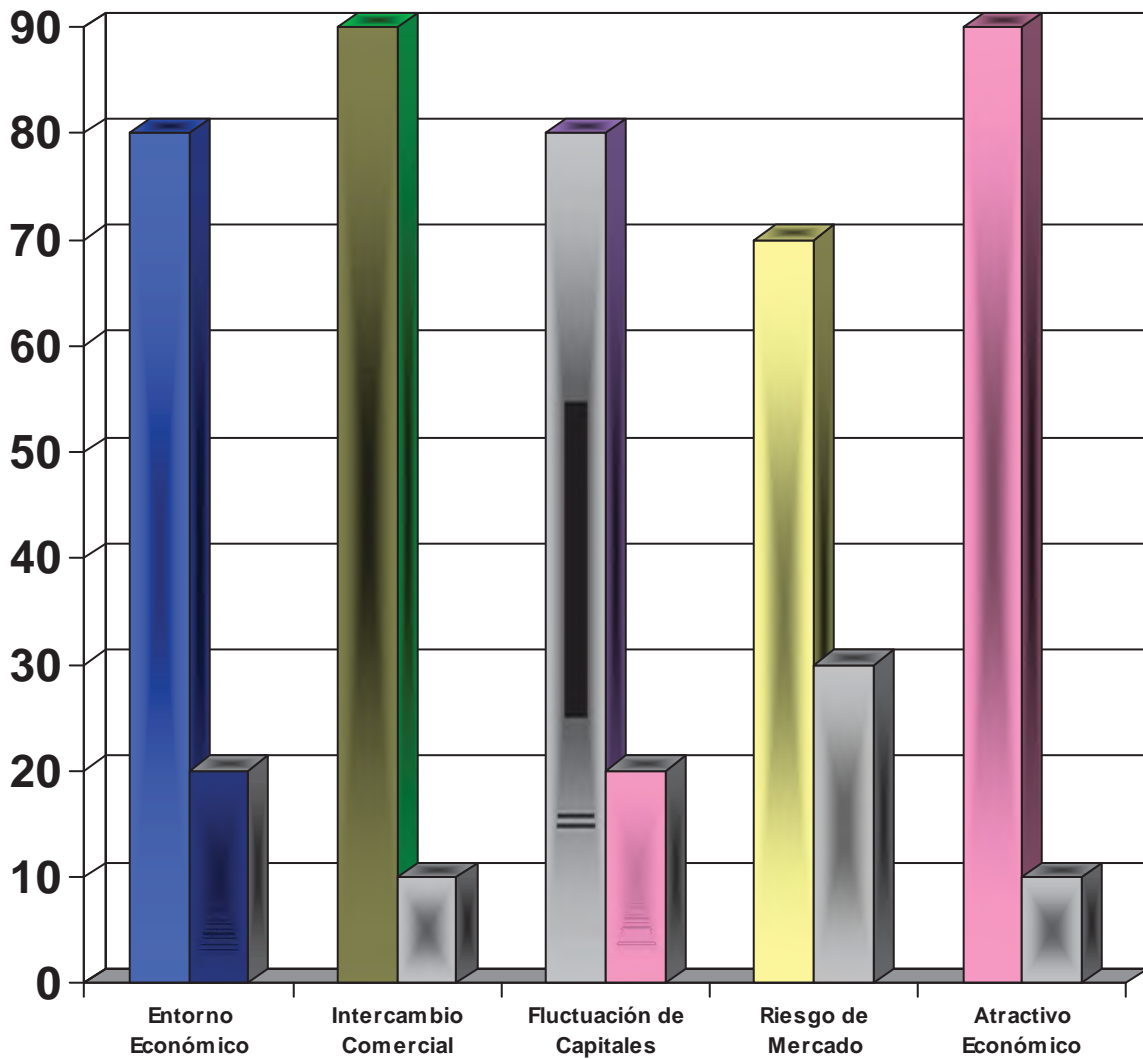
### SONDEO DE OPINIÓN



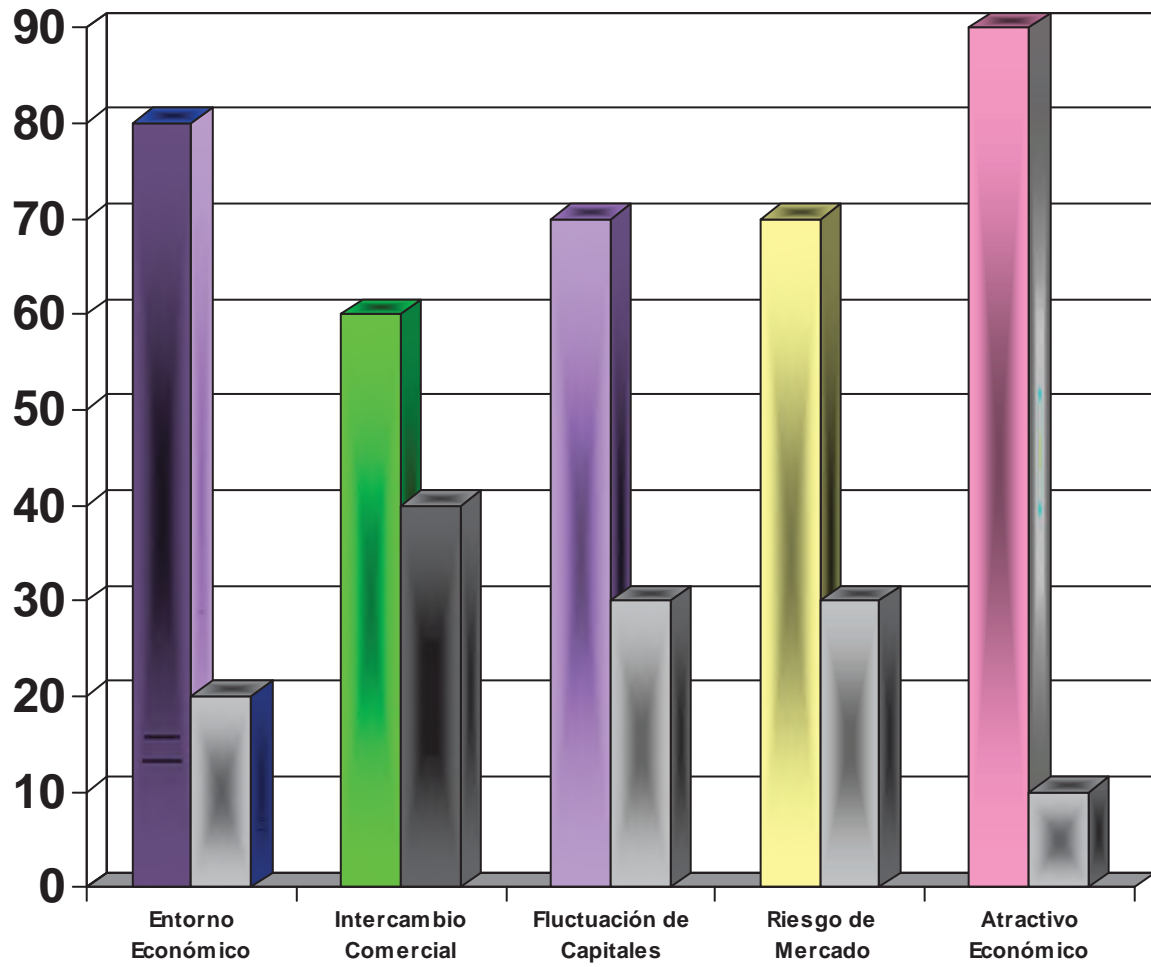
### ESCALA DE ACTITUDES



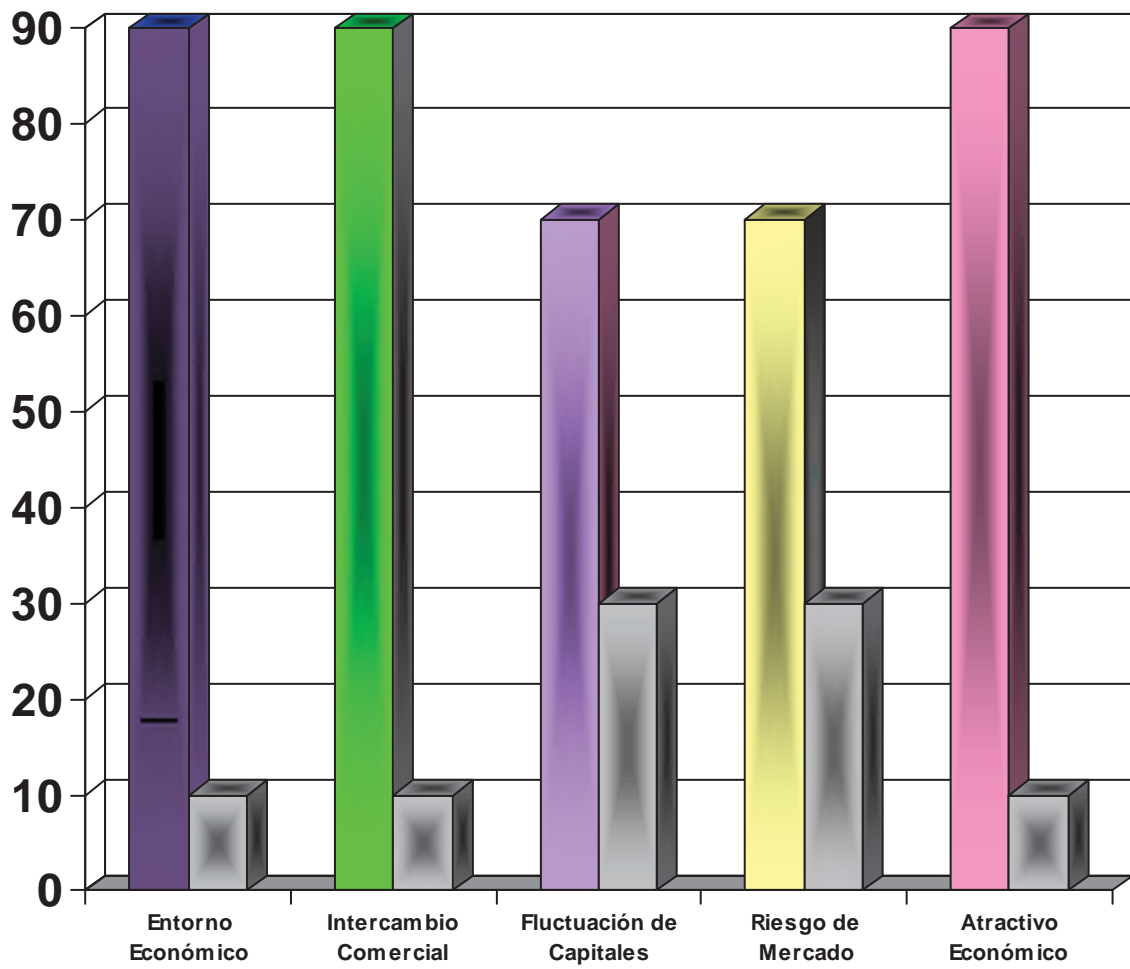
### OBSERVACIONES (MÉXICO)



### OBSERVACIONES (CHINA)



### OBSERVACIONES (RUSIA)



## 7. CONCLUSIONES →

Estos países Emergentes tendrán que dirigir sus políticas a reducir su vulnerabilidad frente a las crisis financieras. En la medida que uno tras otro, los mercados emergentes opten por encontrar soluciones de manera unilateral, no se podrá lograr un cambio en el sistema financiero internacional.

No todos los países que están bajo presión financiera internacional enfrentan una única y misma tipología de crisis, por lo tanto, las soluciones no son inequívocamente las mismas, pero esto no implica que no puedan ser conjuntas con el fin de mejorar el sistema en su totalidad.

Inclusive en algunos casos, ni siquiera existen las condiciones económicas objetivas que sirvan para justificar dicha presión internacional; salvo por la cuestión de tratarse de economías emergentes que han recibido importantes ingresos de capital, con diferentes formas de inversión, y que por ende están sujetas a los cambios en el "sentimiento del mercado", personificando aquí una abstracción.

Los mercados financieros son intrínsecamente inestables. El carácter estructural de esta inestabilidad plantea la necesidad de una voluntad política para remediarlo. Una voluntad política verdaderamente democrática logrará reducir la inestabilidad estructural del sistema.



Al tener presente esta realidad económico – política internacional, es que se plantea como necesidad que estas economías nacionales den respuesta para poder superar los períodos de crisis.

Como se ha visto, el debate sobre “regulación y control” versus “liberalización y desregulación”, originado por los interrogantes a propósito de la conveniencia o no de la flexibilización de los mercados financieros, ha llegado a los más importantes organismos multilaterales de las finanzas internacionales.

Las crisis de funcionamiento se consideran a partir del modo en que el sistema selecciona la información, busca cambiar sus fines y procura cambiar el ambiente interno y externo.

La fase en la cual el sistema ha alcanzado un nuevo equilibrio, estable o inestable, marca el fin de la crisis, pero no necesariamente su solución. La crisis puede estar simplemente adormecida, retirada pero latente, y por consiguiente manifestarse nuevamente en una fase sucesiva. Si esta cuestión se repite muchas veces, es probable que haya una patología escondida en la estructura del sistema.

Si bien a partir de finales de la década del setenta, se puso en discusión al Estado como actor central de las relaciones internacionales, al incorporar a otras instituciones, corporaciones transnacionales, instituciones intergubernamentales, organizaciones no gubernamentales, etc. que influyen sobre las acciones y toma de decisiones estatales, sigue siendo el Estado el principal actor dentro del sistema internacional.



El neoliberalismo, y los modelos que de él emanan, se han demostrado, y se están demostrando, como insuficientes para un desarrollo en el sentido más cabal del término. Con los modelos neoliberales se analiza al estado en términos de cantidad y no de calidad.

Viejas y nuevas recomendaciones han producido las “estrepitosas caídas” de numerosos países emergentes. La cuestión importante es que estos países, tras tremendos “golpes”, puedan aprender de sus propios procesos de crisis y errores.

Hoy día, el sistema internacional pone en cuarentena y excluye del juego a aquel que entra en disfuncionamiento, cual virus en una computadora bajo el sistema de antivirus, sin darse cuenta que al hacer esto, simplemente, puede estar contribuyendo a crear más inestabilidad en el sistema internacional.

Un sistema internacional de exclusión siempre es inestable. Un sistema internacional donde el desarrollo no sea tomado como un factor de estabilidad, siempre es un sistema de exclusión.

En lo que respecta a los errores estructurales, éstos se relacionan con el propio tipo de inserción en el sistema, inserción basada en esa ideología neoliberal globalizadora. Se muestra que la inserción basada en una visión fundamentalista de la globalización, y no a partir de procesos endógenos articulados con factores externos, fracasa a corto o mediano plazo.





Pronto quedan atrás los primeros años de bonanza. Los errores en la inserción económica internacional, en la política económica escogida y en la política comercial externa son también fundamento de la crisis financiera.

Ahora bien, hablar del mundo de la economía y las finanzas deriva un tema en abundancia y de complejidad en nuestro tiempo. Para su mejor comprensión tomamos un segmento de análisis con la tendencia en los fenómenos que se presentan en el mundo de los negocios y los inversionistas.

Más aún se requiere la atención sobre quienes participan y son protagonistas de la economía mundial, por ello la importancia de identificar los mercados y a los nichos de inversiones con oportunidad. Uno de estos nichos oportunos representa a las economías de mercados emergentes a quienes la rentabilidad y el riesgo los vuelve sitios atractivos para la inversión.

En el largo plazo estas economías por su dinámica estarán en un nivel desarrollado siendo entonces protagonistas de los grandes cambios y nuevas revoluciones, puesto que poseen una importante riqueza en sus naciones y son muestra de grandes voluntades.

Todo ello si sus individuos y participantes tienen presente el sentido de empatía hacia el progreso de su nación con mejores acuerdos y lograr darse cuenta de su actual posición y lo que poseen, pero más importante su capacidad potencial de ser mucho más... de lo que hoy día son.



La información que ratifica nuestra postura se hallaba un tanto dispersa al grado que se tuvo cuidado en buscar su inmediatez y su afinidad para la aplicación.

Así mismo es importante mencionar, que esta investigación parte desde el punto de vista macroeconómico aplicado a los mercados financieros y al público inversionista en general a fin de que se tenga un amplio panorama del posicionamiento geoestratégico que tienen este tipo de economías en nuestro mundo contemporáneo.

Y a su vez pretende establecer el preámbulo para efectuar en forma inmersa sobre las operaciones prácticas en el medio financiero, concretamente en un mercado en donde se transen los títulos con la característica de Emergentes a fin de sustentar aún más la presente investigación.

Por último, no se omite señalar de manera enunciativa que los títulos que se operan y constituyen un Mercado Emergente están representados por:

**Futuros.-** Constituyen un acuerdo estándar y obligatorio para comprar o vender una predeterminada cantidad y calidad de un bien tangible específico en un día futuro. La estandarización de los contratos aumenta su transferibilidad. Los contratos de futuros pueden ser negociados solo por subasta en bolsas registradas con la Commodity Futures Trading Commission (CFTC).



**Opciones.-** Estos representan un contrato unilateral que le da al comprador el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un bien tangible, o un contrato de futuros, a un precio especificado dentro de cierto período de tiempo. Es unilateral por que una sola parte (el comprador) tiene el derecho de exigir que se lleve a cabo el contrato. Si el comprador ejerce sus derechos, el vendedor (otorgante o cedente) debe cumplir su obligación al precio de ejercicio, a pesar del precio actual de mercado del bien.

**Warrants.-** Son productos que ofrecen la posibilidad de potenciar la capacidad de inversión tanto si el mercado es alcista como bajista. Los Warrants otorgan a su poseedor el derecho, no la obligación, a comprar o vender un determinado activo a un precio fijado de antemano y durante un período de tiempo preestablecido. Lo más destacable de un Warrant es el efecto apalancamiento que conlleva (con una inversión inicial pequeña se pueden obtener importantes plusvalías mientras que las pérdidas se limitan a lo que se pagó por la prima del Warrant, al igual podrá invertir al alza o a la baja sobre un activo determinado y estará limitando el riesgo asumido al coste de la prima que pagó por comprar ese Warrant).

Por todo lo anterior se recomienda que si se está en la posibilidad para la inversión, se de un vistazo a los Mercados Emergentes y con astucia y paciencia al riesgo se logrará un rendimiento muy satisfactorio, altamente valorable de inversión y muy importante en sus finanzas.



## Anexos

### Anexo Número Uno

Elaboración y Aplicación de los instrumentos de la investigación.

- ✓ DOCUMENTOS
- ✓ ENTREVISTAS
- ✓ CUESTIONARIOS
- ✓ SONDEO DE OPINIÓN
- ✓ ESCALA DE ACTITUDES
- ✓ OBSERVACIÓN

## DOCUMENTOS

OBJETIVO: Información confidencial para la Tesis de Investigación.

MUESTRA 1: DOCUMENTO NÚMERO UNO

TÍTULO: Periódico EL FINANCIERO

PUBLICACIONES: Las comprendidas entre el 1° de Enero de 2003 al 31° de Diciembre del 2005.



**INTERNACIONAL**  
**SORPRESIVA VISITA DE BUSH PADRE A MÉXICO**  
 Será un viaje privado, pero no se descarta una reunión con Vicente Fox en un momento en el que EU busca el voto mexicano en la ONU.  
 Pág. 37

**FINANZAS**  
**SEGURO, EL AHORRO DE LOS TRABAJADORES**  
 El presidente de la Consar señala que la estructura del organismo funciona muy bien y que el gobierno responderá por cualquier reclamación.  
 Pág. 6

**ECONOMÍA**  
**OBJETIVOS INALCANZABLES DE LA AGENDA ECONÓMICA**  
 Líderes empresariales consideran "muy optimistas" a las autoridades; advierten que no se logrará la generación de 500 mil empleos en 2003.  
 Pág. 13

**NEGOCIOS**  
**NUEVAS LEYES, DEMANDA UNÁNIME DE CAMPESINOS**  
 Exigen más recursos y un plan emergente de rescate al agro; legisladores pristas crean alianza con la CNC y ofrecen cambios constitucionales.  
 Pág. 16

**NEGOCIOS**  
**SLIM, EL MÁS RICO DE AMÉRICA LATINA**  
 Según *Forbes*, el dueño de Telmex perdió 36% de su fortuna, y ya no incluye en la lista de multimillonarios a Emilio Azcárraga Jean.  
 Pág. 24

**CULTURAL**  
**GOYTSOLO DICE ADIÓS A LA FICCIÓN**  
 El escritor catalán presenta su libro, *Telón de boca*; y asegura que será el último que hace en el campo de la narrativa.  
 Pág. 59



Saddam Hussein (Reuters)

**Cede Irak**  
 Saddam Hussein aceptó "en principio" eliminar los miles tierra-tierra El Samud 2 de Irak, mientras el equipo de inspección de Naciones Unidas reportó que no ha encontrado ningún proyectil capaz de alcanzar a Israel ni a otros países. (Agencias)  
 Pág. 39



Jean Chrétien (Radio Orta)

**Más plazo**  
 Es "interesante" la propuesta del primer ministro canadiense, Jean Chrétien, para ampliar las revisiones de armas de la ONU en Irak hasta el 28 de marzo, afirmó el presidente Vicente Fox luego de reunirse con el mandatario visitante. (González)  
 Pág. 38

# El Financiero

Año XXII N° 6241

México D.F. Viernes 28 de febrero de 2003

\$7.00 M.N.

## Sólidos resultados macroeconómicos

- México fortalece su liderazgo en los países emergentes, dice el G-7
- Suma 14 mil 58 mdd el déficit en la cuenta corriente: Banxico
- Ningún indicio de la depreciación del peso por fuga de capitales

Alicia Salgado  
 El Grupo de los Siete (G-7) países más industrializados del mundo aplaudió la decisión del gobierno mexicano de emitir un bono global por mil millones de dólares, que incluye las cláusulas de acción colectiva (CAC).  
 "Los ministros de Finanzas y los gobernadores de los bancos centrales del G-7 se congratulan por la decisión de México de incluir las CAC en su emisión de un bono internacional", afirmó en un comunicado fechado en París.  
 "Este paso, que se suma a los sanos resultados económicos de México, refuerzan el

liderazgo del país como mercado emergente que contribuye positivamente a fortalecer el sistema financiero internacional", destacó.  
 Por separado, el Banco de México informó que en 2002 el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos ascendió a 14 mil 58 millones de dólares, que en 97 por ciento fue financiado con inversión extranjera directa.  
 En ese sentido, ningún indicador de la economía real, de la balanza de pagos o de la estructura financiera de México, hace suponer que hay un dato oculto que pudiera explicar la depreciación del peso por una salida de capitales o una contracción de la inversión foránea.  
 Un elemento que prueba que no hay salida de capitales es el saldo de la reserva internacional del país, que asciende a 50 mil millones de dólares, afirmó Gray Newman, economista en jefe para América Latina de la correduría Morgan Stanley Dean Witter.  
 más en la p. 5 y 7

**EXPECTATIVAS DE LA IP**

Indicador del PIB (N. real anual)	2003	2004
Industria (N. real)	2.84	4.13
Industria (N. real)	4.27	3.72
Óptica Real (N. del PIB)	0.56	0.52
Tasa de cambio (N. a dólares)	10.78	11.14
Tasa de interés (N. a dólares)	7.91	7.57

Fuente: Banco de México

### Baja el pronóstico de la IP sobre el PIB

Felipe Gacón  
 Los economistas del sector privado revisaron su pronóstico de inflación para este año, de 4.31 a 4.27%, pero también redujeron su estimación de crecimiento económico de 3.09 a 2.84 por ciento.  
 En la encuesta de expectativas que levantó el Banco de México en febrero, los analistas financieros ajustaron al alza su previsión para el tipo de cambio y las tasas de interés. Esperan que el dinamismo del PIB contribuya a generar más empleos formales que en 2002.  
 más en la p. 12

### Amigos de Fox no derivará en un Watergate: IP; arraigo a Fernández

I. Becerril / J. Reveles / S. Rico / V. Chávez  
 El sector privado descartó el riesgo de que las acusaciones sobre lavado de dinero en contra de los Amigos de Fox se convirtieran en un Watergate mexicano.  
 Dirigentes del CCE, la Coparmex y Compañeros reconocieron que el escándalo presuipó, y por eso llamó a la serenidad a la sociedad y a los inversionistas, para asumir el cómo en fenómenos de la slemocia...  
 Roberto Méndez, líder nacional del PRI, acusó al gobierno federal de colocarse "el anzuelo para hablar de justicia", sin embargo, los secretarios Santiago Creel y

### Aguda crisis de maquiladoras: pierde 10% de sus empleos

Guadalupe Cadena / Javier Rodríguez  
 La crisis de los 2 últimos años, que hizo perder alrededor de 300 mil empleos en las maquiladoras, no ha terminado, y en palabras del presidente del Consejo Mexicano de la Industria Miguel Ángel López... Daniel Romero...  
 Los datos de desempleo... para otros meses... pérdidas...  
 La industria... nuevos empleos... no venir con el curso del peso... que se se con retrocedo...

**El Financiero Edición Occidente**

www.vw.com.mx

**INDICADORES Y cotizaciones**

	Anterior	Actual
IPC (Bolsa)	4,406.79	5,300.00
Iu (INPC)	7,800.00	8,441.00
Industria	3,300.00	3,700.00
Canal (Propiedad)	11.51	11.30
Costes 28 (Caja Rent)	8.50	8.30
PIB 28 días	19,200.00	19,170.00
Índice 9 meses	8,500.00	8,500.00
Valor de la USD	32,450.00	32,450.00

MÉTRICAS COMPLETAS

	Cotización	Ámbito
Dólar Vaticano	10.8500	11.2000
Dólar (SPIC) (Standard)	11.0200	11.0200
Dólar (P) (Paraguay)	11.0200	11.0200
Suizo	11.1879	12.0400

1707 DOL. AMER. EN 27 DE FEBRERO DE 2003



## Productos asiáticos inundan el mercado internacional

□ Competencia china, un gran desafío para México

- Certeza jurídica, talón de Aquiles
- Urgen las reformas, dice Javier Prieto

**Sonia Borjas / Finsat**  
**MONTERREY, NL.** 9 de marzo.— China representa en estos momentos el principal competidor para México tanto en el mercado interno como en el externo.

Primero, por la inundación de mercancía proveniente de este país, y en el ámbito internacional, por la sólida posición de la nación asiática en la atracción de capitales externos y porque desde el tercer trimestre de 2002 ésta ya desbancó a México de la segunda posición como socio comercial de Estados Unidos.

Si bien estos factores pueden no ser permanentes, sí mantienen la tendencia y reflejan los retos que México enfrenta ante esta nación, que desde diciembre de 2001 se incorporó a la Organización Mundial de Comercio (OMC).

Con la inclusión de este país asiático en el organismo, desde 2006 los productos chinos ten-

drán condiciones preferenciales para entrar al mercado mexicano, ya de por sí inundado por ellos principalmente en algunas industrias como la textil y el vidrio.

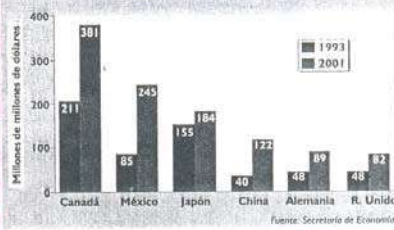
Esto supondrá mayor importación de productos chinos a México, pese a que ya existe en el mercado un amplio comercio de artículos "Made in China".

Representantes del sector empresarial coinciden en que la competencia de México con China es un desafío, porque su principal ventaja competitiva ya no es exclusivamente la mano de obra barata, que percibe el equivalente a una cuarta parte del monto que se paga en México.

El presidente de la Confederación de Cámaras Industriales de la República Mexicana (Concamin), Javier Prieto de la Fuente, dijo que la fuerte competencia con China es una realidad, ante lo cual México necesita revisar y tomar acciones eficaces para salir adelante.

Mencionó que China está reconstruyendo su modelo de fuerza de trabajo y con ello incrementará el nivel de percepciones que ofrece a sus trabajadores.

PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES DE EU



Agregó que a los cien millones de trabajadores que tiene ocupados en la costa y que reciben el menor nivel de ingresos, los trasladará hacia dentro del país y ubicará personal más calificado, con mayores percepciones en esta zona. Así, serán otros factores de competencia con China los que México deberá atender.

### Flujo de IED

En materia de inversión extranjera, China ofrece exenciones fiscales, tierra, y financiero, entre otros incentivos, que le han permitido alrededor de 50 mil millones de dólares

de flujo de recursos externos, tres veces más de lo que capta México por este concepto.

Según el Banco de México (Banxico), China ha encabezado un proceso de desregulación para incrementar la captación de inversión extranjera, y ha establecido un programa de reformas al sector exportador que ha flexibilizado su oferta de exportaciones.

Con estas acciones, los resultados en China y han traducido en participación creciente en el comercio mundial, en particular en Estados Unidos y la expectativa de duplicar en

los próximos años su captación de inversión extranjera directa. Destaca que en la segunda mitad de 2002 la participación de México disminuyó mientras que la de China continuó aumentando.

Si bien ya en el tercer trimestre de 2002 China se ubicó como segundo exportador a Estados Unidos en lugar de México, su dinamismo es claro: en el periodo enero a noviembre su participación en el total de las compras que hicieron los estadounidenses creció 1.7 puntos, mientras que México lo hizo en 0.2 puntos porcentuales.

Prieto de la Fuente señala que no obstante que así como tiene retos, México también puede encontrar nuevas oportunidades en el mercado de China, e insistió en las reformas estructurales para elevar la competitividad de nuestro país, en un entorno donde esta variable ha ido perdiendo posición en los índices internacionales.

En materia de inversión extranjera, el presidente de la Asociación de Maquiladoras de Nuevo León, Francisco Javier Torres, destaca el factor de certeza jurídica como una de las debilidades de México para atraer mayor flujo de recursos. □

**Aquí estarás alejado del peligro, podrás relajarte y encontrar la tranquilidad.**

Por supuesto, nos referimos al vehículo blindado bajo este Sello: el de la Asociación Mexicana de Blindadores de Automotores.

**AMBA**  
CALIDAD, GARANTÍA Y PROFESIONALISMO PARA SU SEGURIDAD

**A la hora de blindar, busca el Sello AMBA.**

Seguridad de que la empresa que blindó tu vehículo cuenta con certificación balística, calidad y un estricto código de ética.

Eso sí da tranquilidad.

**La tranquilidad que puedes sentir.**

ambacom.mx  
Contacto al 10 55 11 92

Estas empresas son asociadas de AMBA

56 52 30 80

52 82 02 10

52 81 81 18

52 50 58 80

55 45 90 98

52 72 41 07





Héctor Vázquez Tercero

# Migrantes en crecimiento

Me llaman la atención algunos datos contenidos en la información que el Buró del Censo de Estados Unidos acaba de dar a conocer, relativos a sus estimaciones de población para el 1 de julio de 2002.

Resulta que en un año, del 1 de julio de 2001 a la misma fecha de 2002, la población de aquel país creció en poco más de tres millones, para llegar a la cifra de 288 millones. Lo que resulta interesante es saber que de los tres millones de nuevos pobladores, un millón 450 mil fueron personas que provinieron de otros países. Esto es, de cada cien nuevos habitantes de la Unión Americana, 52 fueron consecuencia del crecimiento natural y 48 de migración internacional.

Del millón 450 mil que llegaron de otros países en el periodo referido, cuántos fueron mexicanos? No hay cifras al respecto. Se han hecho estudios para medir el fenómeno, pero sus resultados son inciertos y están desfasados. Por lo tanto, permítame hacer algunas conjeturas.

Por ejemplo, según cifras del Buró de Censos de EU, en marzo de 2001 el 52 por ciento de los no nativos residentes en ese país fue de población de América Latina. A su vez, de esa población el 70 por ciento fue de Centroamérica, región en donde nos ubicamos geográficamente.

De tales datos se podría deducir que el 36.4 por ciento de la población no nativa es de Centroamérica. No sería una audacia estimar que de ese 36.4 por ciento, por lo menos 30 puntos porcentuales corresponden a mexicanos. Si aplicamos esta proporción al millón 450 mil personas extranjeras que se establecieron en la Unión Americana durante 2001-2002, tenemos que en ese periodo los mexicanos que se fueron a vivir o a trabajar a Estados Unidos fueron en números redondos 435 mil, cifra que muchos analistas en la materia manejan como punto de partida.

De los 435 mil mexicanos que se fueron a radicar a ese país en 2001-2002, podemos estimar que por lo menos unos 350 mil fueron para buscar empleo y el resto fueron familiares acompañantes de los que ya residen ahí.

Imagínense ustedes, 1435 mil mexicanos cruzaron la frontera en un año hacia el territorio estadounidense! Es una cifra bestial. Equivale a una tercera parte del crecimiento natural de la población de México (un millón 500 mil por año) y a una tercera parte del aumento de la fuerza de trabajo

generada cada año. Sinceramente no creo que un fenómeno parecido —que lleva muchos años produciéndose— se dé en otras partes del mundo.

Lo que también sorprende es que este fenómeno se haya dado en 2001-2002, que coincide con el año después de los graves sucesos del 11 de septiembre, en que se suponía se frenaría la entrada de mexicanos (y en general de extranjeros) al territorio de Estados Unidos por razones de seguridad. Además, en 2001-2002 y hasta ahora la economía de ese país no ha estado boyante; sin embargo, ha seguido atrayendo mano de obra mexicana.

Los datos anteriores coinciden también con el fenómeno de un crecimiento muy acelerado de las remesas que envían los mexicanos residentes en Estados Unidos a sus familias en territorio nacional. En 2002, las remesas lograron la importante cifra de casi diez mil millones de dólares, equivalente a 1.5 por ciento del PIB, a tres cuartas partes del ingreso por exportación de petróleo crudo y al 72 por ciento de la entrada de Inversión Extranjera Directa (IED).

Las remesas no sólo se cuantifican, sino que están creciendo más con más, como no lo hacen otras fuentes de ingresos para el país. En 2002 las remesas crecieron un 10 por ciento respecto al año anterior. Lo que resulta conveniente es la cifra de 435 mil no nativos que llegaron, una cifra que no disminuyó y que creció la frontera para tal fin a un ritmo estacionario.

¿Qué habrán sido sus países de origen? ¿Por qué sin esa mano de obra en el panel estadounidense? No sé ni de qué fenómeno que ayude a los empresarios los problemas laborales de falta de empleo y de necesidad de dólares, pero al mismo tiempo es un asunto que nos debería avergonzar. Expulsar a nuestros mejores hombres porque aquí no encuentran trabajo; arrojarlos para que se ocupen en territorio estadounidense, principalmente en labores poco dignas que los "blancos" nativos rechazan, y dar a Bush pretextos para amenazarlos si no lo apoyamos en sus diabólicos intentos belicosos. Pero no se crea error, son amenazas que no se cumplirán porque no podrían vivir sin la mano de obra mexicana. Ver para creer.

e-mail: hectorvazqueztercero.com

Consultar

León Opalín

# El comercio electrónico en los países en desarrollo

En el Informe sobre Comercio Electrónico y Desarrollo (2002 de la Conferencia de las Naciones Unidas para el Comercio y el Desarrollo (UNCTAD), por sus siglas en inglés) consigna que el comercio electrónico en el mundo continúa "prospereando", incluso en las naciones en desarrollo en las cuales aún es insignificante; sin embargo, en el dinámico crecimiento que experimentó la utilización de la Internet en 2001, de 30.0 por ciento, un tercio de los nuevos usuarios perteneció al mundo en desarrollo. La UNCTAD señala que el comercio electrónico entre empresas, que constituye 95.0 por ciento del total, enfrenta en las naciones en desarrollo una infraestructura insuficiente en materia de tecnología de la información y las comunicaciones (TIC), así como carencias de infraestructura física, logística y de facilitación del comercio.

La UNCTAD indica que entre los países en desarrollo, la región de Asia y el Pacífico ocupa el primer lugar en la utilización de las cruciales tecnologías de banda ancha, y sus gobiernos desempeñan una función capital en la atracción de inversiones hacia el sector y en la producción de una mano de obra instruida y capacitada para satisfacer las necesidades crecientes de subcontratación de las empresas extranjeras.

Las empresas en esta área están también más integradas en las corrientes comerciales intrarregionales y mundiales que las de otras regiones en desarrollo. Asia y el

Pacífico posee el 46.0 por ciento de las líneas digitales de abonado del mundo y añade cada año 50 millones de nuevos usuarios a Internet. El potencial de crecimiento es evidente, si se piensa en el peso demográfico de la región.

En América Latina (AL) el comercio electrónico se concentra en Argentina, Brasil, Chile y México; en el sector formal de sus economías, del 50.0 al 70.0 por ciento de las empresas tienen acceso a Internet y se prevé que el comercio entre empresas continúe con una expansión por el gran volumen de comercio intraindustrial en la región. Las grandes firmas transnacionales (ETN), especialmente del sector automotor, desempeñan una función fundamental en el comercio electrónico entre empresas y entre éstas y los consumi-

dores. Las ventas de vehículos de motor en línea dominan el comercio electrónico minorista en AL, y los servicios bancarios en línea son también cada vez más populares entre las empresas y los consumidores. Los latinoamericanos utilizan en gran escala la telefonía móvil, un mercado que repercutirá significativamente en el futuro del comercio electrónico de la región.

En África la conectividad mejora lentamente, pero el comercio electrónico es limitado. En el presente se dispone en todas las capitales africanas de la conexión local con Internet y han desaparecido prácticamente los monopolios legales en la prestación de estos servicios; la consecuencia es que el tráfico de datos desde el continente aumentó en 2001 en 30.0 por ciento. Sin embargo, la

disparidad en infraestructura del comercio electrónico entre países desarrollados y en desarrollo es máxima en África, donde sólo uno de 118 habitantes utiliza Internet —uno de 440, si se excluyen los cinco países con el mayor número de usuarios—. El comercio electrónico se centra en Sudáfrica y Egipto, y el comercio electrónico entre empresas fuera de Sudáfrica es insignificante, aunque existen efectivamente oportunidades de comercio entre empresas para África en el sector de los servicios en línea y fuera de línea. En tanto, en el comercio minorista los exportadores de artesanía y de productos y servicios destinados a los africanos residentes fuera de sus países de origen hacen florecientes negocios.

En las economías en transición se observa un dinámico

aumento del comercio entre empresas y consumidores; sin embargo, el volumen es modesto en general y no es probable que en estas economías alcance el 1 por ciento del comercio electrónico mundial antes de 2005. En los países de Europa central y del Báltico, donde se han efectuado reformas más avanzadas, la tasa de conocimiento de la informática es relativamente elevada, en contraste con los Balcanes, el Cáucaso y Asia central. Sin embargo, las diferencias entre estos dos grupos de países aumentarán, predice el Informe, a medida que las naciones más adelantadas migran en la Unión Europea.

Consultar privado

## EL LICENCIADO

Antonio Garcá





4A

MERCADOS

El Financiero Lunes 1 de marzo de 2001

# ANÁLISIS ECONOMICO

Antonio Sandoval

## El peso mexicano, la moneda menos intervenida de mercados emergentes; en 5 años Banxico dispuso de 705 mdd para apoyarlo

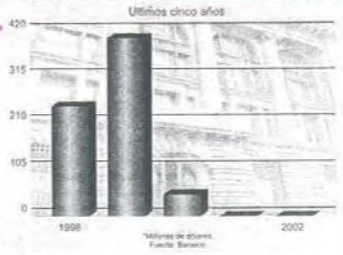
Los costos en otros países son muy elevados; Brasil gastó 15 mil mdd para evitar la caída del real, sin resultado

MT

**E**l peso mexicano es la divisa menos intervenida por el Banco Central en todos los mercados emergentes, pues el Banco de México (Banxico) maneja desde hace cinco años una estrategia persuasiva y no defensiva del tipo de cambio, lo que le ha permitido bajar la volatilidad.

De acuerdo con las cifras del propio Banxico, en el último lustro ha canalizado 705 millones de dólares a intervenciones directas en el mercado de cambios nacional, cifra inferior al ritmo de acumulación de reservas en igual lapso, que asciende a 20 mil 426 millones de dólares.

INTERVENCIONES CAMBIARIAS BANXICO\*



más de tres años prácticamente estable, incluso con un nivel de apreciación significativo después del 10 de septiembre de 1998, fecha cuando la moneda estadounidense había alcanzado un máximo histórico de 10.64 unidades, mismo que se mantuvo vigente hasta 2003.

La fortaleza de peso estaba sustentada; los cambios estructurales que logró el expresidente Ernesto Zedillo y que heredó a su sucesor, fueron como un imán para los capitales del mundo, mismos que empezaron a considerar al país como uno de los refugios favoritos.

Banxico maneja una estrategia persuasiva y no defensiva del tipo de cambio, lo que le ha permitido bajar la volatilidad.

En Argentina, mantener el mito de la convertibilidad del peso uno a uno contra el dólar le costó al país alrededor de seis mil millones de dólares entre 1998 y 2001; todo fue inútil, el peso se devaluó

Otras naciones observan una tendencia exactamente contraria a la de México. En Brasil, el Banco Central de ese país 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 evento tuvo que erogarse mil 300 millones adicionales para estabilizar al real.

La historia del peso argentino es la misma, el costo para mantener el mito de la convertibilidad del peso uno a uno contra el dólar le costó al país alrededor de seis mil millones de dólares entre 1998 y 2001; todo fue inútil, el peso se devaluó.

Estabilizar al rublo ruso le ha costado a ese país cinco mil quinientos millones de dólares en cinco años, y pese a ello la divisa pasa por prolongados periodos de volatilidad, esta moneda es de hecho la más volátil del mundo por sus fuertes variaciones intradía.

Existen pruebas de que el Banxico ha logrado estabilizar en primera instancia al peso inmediatamente después de sus intervenciones, y posteriormente el mercado hace el resto de la tarea. En la última intervención del Banxico en junio de 2000 el promedio de volatilidad se disparó a una tasa anual de 9 por ciento; al segundo día de haber inyectado liquidez en el mercado, dicho indicador bajó a 3.5 por ciento, y al cierre del mes el dólar terminó por debajo del periodo previo.

Intervenir en el mercado de cambios es una facultad de cualquier Banco Central. En el caso de México los costos excesivos para defender al peso quedaron atrás, enterrados junto con regímenes de cambiarios de contención.

### La depreciación cambiaria, ajuste necesario del mercado

La depreciación del tipo de cambio durante el presente año es un ajuste necesario que presenta el mercado no sólo por el régimen vigente de libre convertibilidad en nuestro país.

Existen varios indicadores en ese sentido; primero que nada el peso experimentaba

Eso se demostró ampliamente cuando se le otorgó a México el rango de inversión, el climax de la serie de estrategias que llevaron al país a una recuperación milagrosa después de la devaluación del peso en diciembre de 1994.

Sin embargo, el ciclo de bonanza en la economía estadounidense empezó a mostrar signos de agotamiento en el año 2000, y se inició un periodo recesivo el año inmediato. En este contexto, no era posible que el peso resistiera por mucho tiempo.

No obstante ello, nuestra moneda todavía soportó la caída de los índices accionarios estadounidenses y local en 2002, pero a partir de 2002 el panorama empezó a modificarse sustancialmente, al grado de que en abril el peso mexicano no pudo resistir más; el ajuste era inminente.

La historia de las devaluaciones son cíclicas, por eso es que el peso tuvo que ajustarse a las nuevas condiciones de los mercados. Independientemente de las medidas adoptadas por el Banco Central, el peso no podía soportar las condiciones del contexto mundial.

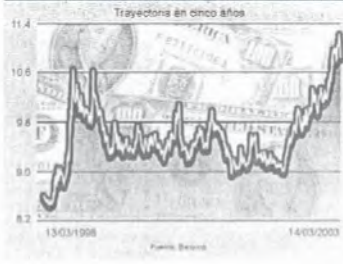
En el panorama de corto plazo las presiones cambiarias se mantendrán, el tipo de cambio tiene potencial para llegar a un máximo de entre 11.40 y 11.50 pesos por dólar. El Banco de México ha mencionado que estudia mecanismos para disminuir la acumulación de reservas y canalizar esos excedentes al mercado de cambios, lo que favorecería al peso como incluso ya lo hizo, pero no eliminaría la volatilidad cambiaria.

En el horizonte de largo plazo, el dólar ya se estableció por arriba de diez pesos, y en los siguientes meses deberá "bandear" entre 10.25 y 11.00 unidades.

Así, cuando el mercado considere que es el momento de un ajuste, nada detendrá a la paridad. Incluso el Banco de México está consciente de ello y por eso es que no canalizará exceso de recursos. Las medidas internacionales del país son ante todo el mejor antídoto en épocas de inestabilidad financiera global y local.

Los cambios estructurales que logró el expresidente Ernesto Zedillo, fueron como un imán para los capitales del mundo

DOLAR SPOT



### Dinero, Fondos y Valores

Victor Felipe Piz

#### México, puerto seguro

México aún es confiable para el capital foráneo, a pesar de los crecientes riesgos geopolíticos en el mundo y del caso avance en la agenda de reformas estructurales en el país.

La percepción de los inversionistas extranjeros hacia la economía mexicana mejoró notablemente en las últimas semanas, con lo que, en medio del conflicto armado en Medio Oriente, México pasó a ser visto en un puerto seguro frente a los mercados emergentes.

Una señal de la confianza que hay en los emisores de deuda soberana, es la exitosa colocación que llevó a cabo Femex la semana pasada, de un bono por 750 millones de euros en los mercados internacionales de capital.

La paraestatal trató de aprovechar la combinación de tasas de interés bajas y petróleo barato, en momentos en que la incertidumbre financiera se vuelve una ventana de oportunidad, siempre y cuando los mercados estén dispuestos a tomar el papel, como fue el caso de esa emisión.

La decisión de Moody's de mejorar la perspectiva de las calificaciones de la deuda mexicana, de estable a positiva, causó un impacto favorable en la tasa riesgo país de México, que en marzo bajó de 324 a 290 puntos base, e incluso registró los 280.

No obstante, tuvo un efecto limitado en los mercados cambiario, de dinero y accionario nacionales, que más bien han estado sujetos a la volatilidad financiera internacional, producto de la guerra de Estados Unidos y sus aliados contra Irak.

El anuncio de Moody's abrió la posibilidad de que esa calificadora aumente el rating de la deuda mexicana, que en el caso de la de largo plazo denominada en moneda extranjera está en Baa2, dos niveles por arriba del llamado grado de inversión.

México recibió el investment grade de Moody's en marzo de 2000, lo obtuvo de Fitch Ratings en enero de 2002 y de Standard & Poor's (S&P) en febrero de ese año, cuando completó tal reconocimiento por parte de las tres principales calificadoras.

Apenas el 27 de febrero S&P ratificó el grado de inversión de la deuda soberana de largo plazo denominada en moneda extranjera, después de que el gobierno mexicano incluyó las llamadas cláusulas de acción colectiva en un bono global por mil millones de dólares.

S&P argumentó que la calificación está respaldada por un nivel de liquidez externa manejable, un manejo prudente de la deuda y por la mayor madurez política, lo cual permite tener una mejor perspectiva de las políticas que se aplicarán en el país.

Fitch evaluará en estas semanas la perspectiva económica de México, tomando en cuenta el impacto de la guerra sobre la economía estadounidense —principal mercado de nuestros productos de exportación— y el lento avance en la agenda de reformas estructurales.

La aprobación de las reformas es básica para mejorar la competitividad del país y llamar a los inversionistas extranjeros una señal de la capacidad del presidente Vicente Fox de lograr consensos en un Congreso dividido.

De ser favorable el resultado de la evaluación, esa calificadora también podría aumentar el rating de la deuda soberana, que en la escala de S&P y Fitch está en el nivel más bajo del grado de inversión.

El investment grade de dos calificadoras es una condición que piden muchos inversionistas institucionales —cuyo horizonte de inversión es de largo plazo— para colocar los recursos que manejan en algún mercado emergente, como el mexicano.

Las calificadoras generan, con base en una metodología consistente, una opinión independiente sobre la calidad crediticia de cualquier título de deuda.

Después de que México obtuvo el grado de inversión de las tres principales calificadoras, la tasa riesgo país —elaborada por la correduría JP Morgan— presentó un mínimo de histórico de 233 puntos base el 14 de marzo y el 10 de abril del año pasado.

Sin embargo, repuntó hasta 442 puntos base el 24 de septiembre de ese mismo año, como resultado de la incertidumbre relacionada con el ambiente electoral en Brasil y el escenario de guerra contra Irak.

El riesgo país es un indicador del nivel de incertidumbre que los inversionistas extranjeros le otorgan a un emisor de deuda; el gobierno de Vicente Fox en este caso, para cumplir sus compromisos financieros internacionales.

También representa la tasa de interés que pagan los títulos de la deuda externa de largo plazo sobre el rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense de similar plazo.

El riesgo país tiene un comportamiento diferenciado, que se explica por las características estructurales de cada economía, como el balance fiscal, el régimen de tipo de cambio, el perfil de vencimientos de la deuda externa y el saldo de las reservas internacionales, entre otras.

En ese sentido, la confianza de los inversionistas extranjeros en nuestra economía está sustentada en al menos cinco elementos.

El régimen de tipo de cambio flexible, el compromiso del gobierno con la disciplina fiscal, el holgado calendario de pagos de la deuda externa, la política monetaria del Banco de México con un sesgo restrictivo y la consolidación del sistema financiero.

Esos elementos le van a servir a Fitch para decidir en las próximas semanas si le mejora la calificación a la deuda externa mexicana de largo plazo, tras hacer un análisis de la situación económica del país.

Y si Moody's o Fitch resuelven dar un upgrade a la deuda soberana, habrá que esperar un ingreso de flujos de capital de corto plazo a México y, posiblemente, una apreciación del peso.

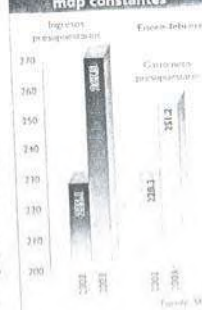
vpiz@elfinanciero.com.mx

## Superávit en las finanzas públicas

Saldo de 3 mil 600 mdp en febrero

- Elevado precio del petróleo, determinante
- Aumento real anual de 19.9% en ingresos presupuestarios

FINANZAS PÚBLICAS  
Cifras en miles de mdp constantes



### Felipe Gazzón

Las finanzas públicas continuaron favorecidas por el elevado precio del petróleo, pues en febrero presentaron un superávit de 3.6 mil millones de pesos, informó la Secretaría de Hacienda.

Así, agregó, en el primer bimestre del año, el saldo positivo en el balance público acumulo 13.2 mil millones de pesos.

Según información preliminar sobre la situación financiera y la deuda del sector público a febrero, ese superávit contrasta con el déficit de dos mil 744 millones registrado en igual lapso del año pasado.

En febrero, el balance primario, que mide los ingresos totales y el gasto, pero sin considerar el costo financiero de la deuda, ascendió a 16 mil millones de pesos.

El balance primario del bimestre muestra un superávit de 49.4 mil millones de pesos, monto 66 por ciento mayor al experimentado en igual lapso de 2002.

En el segundo mes del año, los ingresos presupuestarios mostraron un aumento real anual de 19.9 por ciento, sin considerar un cobro de aprovechamientos a Banobras por 8.7 mil millones de pesos.

La dependencia precisó que en el primer bimestre, los ingresos presupuestarios del sector público acumularon 267.3 mil millones de pesos, lo que significó un aumento de 18.8 por ciento real.

En el lapso, los ingresos petroleros sumaron 80.4 mil millones de pesos, monto superior en 37.7 por ciento real respecto al mismo periodo de 2002.

Esos ingresos petroleros comprenden las percepciones propias de Femex, los derechos y aprovechamientos sobre hidrocarburos y el HPS de gasolinas y diesel.

En enero febrero, los ingresos tributarios no petroleros ascendieron a 118.9 mil millones de pesos, monto superior en 1 por ciento, a los registrados en el mismo periodo del año anterior.

Destacó el aumento real de 3.7 por ciento en el primer bimestre del año, la captación del ISR muestra una caída real de 3.4 por ciento, respecto al mismo periodo de 2002, lo

tal se explica por la baja de la recaudación por este concepto en enero de 2003.

El gasto neto presupuestario del sector público ascendió durante enero-febrero de 2003 a 251.2 mil millones de pesos, monto superior en 10.1 por ciento real al observado en igual periodo del año anterior.

Al excluir el gasto para capitalizar Banobras, este rubro muestra un crecimiento de 6.3 por ciento.

El gasto programable para febrero sumó 164.4 mil millones de pesos, lo que significó un aumento real de 7.4 por ciento en relación con el presentado en igual periodo del año anterior.

### Gasto federalizado

Al interior del gasto programable destaca el aumento de 1.5 por ciento real de los recursos canalizados mediante las Aportaciones Federales para Entidades Federativas y Municipios (Ramo 33), y de las Previsiones y Aportaciones para los Sistemas de Educación Básica Normal, Tecnológica y de Adultos (Ramo 25).

Hacienda subrayó que en el primer bimestre las participaciones a entidades federativas y municipios sumaron 40.6 mil millones de pesos, lo que representó un aumento real anual de 11.6 por ciento.

El costo financiero de la deuda del sector público se ubicó en 43.3 mil millones de pesos, cantidad superior en 2 por ciento real a la observada en el mismo periodo del año anterior.

El saldo de la deuda pública externa neta se ubicó en 77.9 mil millones de dólares, dos mil millones de dólares superior al observado en el bimestre pasado. La deuda interna neta del gobierno federal cerró febrero en 822.7 mil millones de pesos, monto mayor en 1.2 mil millones respecto del cierre de 2002.



ANÁLISIS ECONÓMICO

## México cuenta con 17.5 millones de hectáreas de áreas naturales protegidas

**En dos años se han reforestado más de 400 mil hectáreas, bajo nuevas técnicas para mejorar la tasa de supervivencia de los árboles plantados**

México cuenta ya con 17 millones 500 mil hectáreas naturales protegidas, que representan cerca de 9.0 por ciento del territorio nacional, con lo que se avanza en la meta gubernamental de llegar a 10 por ciento del territorio.

De acuerdo con información de la Presidencia de la República, en dos años se han reforestado más de 400 mil hectáreas en todo el país, bajo nuevas técnicas y métodos para mejorar las tasas de supervivencia de los árboles recién plantados.

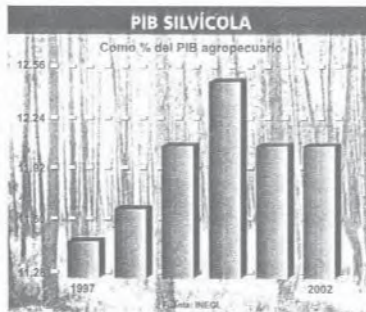
Durante 2002 se logró reforestar 210 mil hectáreas en el país, una superficie 40 por ciento más grande, por ejemplo, que el Distrito Federal.

La inversión de este año, en materia de recursos naturales y de bosque, habrá de superar la cifra de tres mil millones de pesos, cifra conjunta de gobiernos locales, de productores y del gobierno federal; este monto es 10 veces mayor que el de hace dos años.

Uno de los esfuerzos por preservar los recursos naturales es la lucha contra los incendios forestales, y para este 2003 se contará con un presupuesto de 350 millones de pesos.

Básicamente, esos recursos serán destinados a la adquisición de equipo para la protección silvícola, más vehículos contra incendios, equipos de radio y de cómputo, así como apoyo satelital.

El gobierno ha señalado que todavía faltan más recursos para lograr un pleno desarrollo forestal, aunque también in-



El Producto Interno Bruto silvícola se ha mantenido en los últimos tres años en un nivel de 12 por ciento como proporción del Producto total del sector agrícola, silvícola y pesquero.

dicó que en este sector es vital la educación preventiva y la conciencia de la sociedad, pues ningún recurso silvícola será suficiente si no va acompañado de una cultura que destaque la importancia de cuidar y preservar nuestros ecosistemas.

Entre las medidas para continuar impulsando la actividad forestal, destaca que recientemente la Secretaría del Medio Ambiente y Recursos Naturales difundió dos acuerdos que establecen las reglas de operación para otorgar apoyos de los Programas para el Desarrollo Forestal (Prodefor) y de Plantaciones Forestales Comerciales (Prodeplan).

En el caso del primer programa, la dependencia establece que se otorgarán apoyos hasta un máximo de tres subcategorías distintas en un mismo año por cada beneficiario, siempre y cuando el monto del apoyo federal no rebase un máximo de 600 mil pesos por beneficiario o grupo de beneficiarios.

Con respecto al segundo, destaca que el objetivo es promover las plantaciones forestales comerciales mediante apoyos de carácter temporal que permitan compensar parcialmente los costos de establecimiento y mantenimiento y la elaboración de programas de manejo; este contará con un presupuesto de 377.3 millones de pesos.

**La inversión de este año, en materia de recursos naturales y de bosque, habrá de superar la cifra de tres mil millones de pesos**

Marvella Collin

Área de Análisis Económico | E-mail: efinanciero.com.mx

Enfoques

### Oportunidades de negocios en la Unión Europea

Rafael Castellot Rafful

La nueva conformación geopolítica hoy en día plantea la existencia de tres bloques económicos y comerciales importantes: el conformado por Estados Unidos, Canadá y México; la Unión Europea con los 15 países miembros y Japón con su área de influencia. La forma en que estas economías actúan e influyen en esta nueva estructura multipolar interesa a todos los agentes económicos afectados o beneficiados por el proceso y tendencia a la globalización.

Debido a ello, resulta de suma importancia clarificar estos procesos, sobre todo el de la interdependencia y la cooperación internacional y dilucidar el impacto que tienen sobre economías en desarrollo como la nuestra.

Hoy en día el análisis de las relaciones internacionales comprende aspectos bilaterales y de los avances de los procesos de integración comercial por regiones. aun cuando para el caso de México es notoria la presencia y aun más la influencia que ejerce Estados Unidos sobre la economía, las finanzas y la política de México; al respecto, son innumerables las discusiones que a favor y en contra de esta relación han desarrollado intelectuales y representantes empresariales.

México y su relación con la UE en la nueva conformación geopolítica señala claramente a la Unión Europea co-

mo uno de los tres bloques económicos y políticos más importantes, debido a su participación creciente en los intercambios internacionales, los flujos de inversión extranjera directa, como también por el peso de su influencia política en asuntos tan diversos como los conflictos armados, el medio ambiente y los derechos humanos, entre otros.

En este contexto, habría que considerar a la Unión Europea como una oportunidad tanto por el significado de su poder económico, su mercado y su influencia política.

Para el caso de México, esta oportunidad representa la posibilidad de diversificar los intercambios comerciales, a la par de reducir la relativa dependencia del mercado de Estados Unidos.

#### Acuerdos comerciales

México inició hace algunos años su proceso de apertura comercial como parte de una estrategia para celebrar acuerdos comerciales con otras naciones, en perspectiva, dicho proceso fue en ocasiones difícil. En curso fueron impuestas fuertes exigencias a la planta productiva nacional; hoy en día, sin embargo, nuestra economía no se basa en una estructura altamente proteccionista, sino en una creciente productividad con altos niveles de competitividad internacional.

Las empresas mexicanas deben poder hacer frente a los rigores de la competencia mundial con el firme apoyo de las instituciones de gobierno; necesitamos por tanto, unir fuerzas para promover formas más estrechas de cooperación entre el Estado y el sector productivo.

Con base en el potencial de desarrollo que ofrece el comercio exterior para nuestro país, con la entrada en operación de los acuerdos de libre comercio que están en vigor y la negociación de otros acuerdos comerciales en los próximos años, favorece la diversificación de mercados y las oportunidades de comercio y crecimiento económico; aunque debe darse una orientación de manera más integrarla. Siempre debe tener presente el negociar convenios y acuerdos bilaterales y multilaterales, cuyas cláusulas fomenten el pleno respeto al medio ambiente y fortalezcan el ámbito laboral de nuestro país.

El 1 de julio de 2000 entró en vigor el Tratado de Libre Comercio entre la Unión Europea y México (TLCUEM). Este acuerdo permitirá diversificar el mercado de productos, ampliar la oferta disponible de bienes y servicios, equilibrar las relaciones internacionales y tener acceso amplio y seguro a un mercado de 375 millones de consumidores.

#### Conclusión:

Si bien es cierto que la Unión Europea representa para México la oportunidad de diversificar sus relaciones comerciales, también lo es el hecho innegable que la relación que se ha mantenido con los países de este bloque ha sido de desventaja para México, en virtud de que las importaciones mexicanas, es decir, México presenta un déficit en su relación comercial con este bloque.

El reto en un primer momento para los empresarios mexicanos tendrá que ser el de aprovechar las ventajas arancelarias que la Unión Europea proporciona, manteniendo la calidad de los servicios y la producción que también ofrecen otros países con los que mantienen los europeos fuertes relaciones comerciales.

Por otra parte, el acuerdo con la Unión Europea se sustenta en la posición misma del regionalismo abierto con lo cual se diversifican los mercados y se avanza de manera clara en el campo de la cooperación internacional y contribuyen a fortalecer la posición de México como interlocutor en otros países y latitudes. En este sentido, el avance de México podría reflejarse además del plano comercial en el de la política exterior.

Docente y director de Posgrado e Investigación, Universidad del Valle de México, Campus Villahermosa



ANÁLISIS FUNDAMENTAL

S. Ugaldé / B. Jiménez

Todo aspecto económico

# El mercado mexicano se consolida como el más atractivo de la región latinoamericana; paga tasa real de 8.49% en dólares

En los últimos dos meses, el mercado de dinero local otorga una tasa real de 8.49 por ciento en términos de dólares, mientras el riesgo-país se ubica cercano a los 250 puntos base; esto contrasta con la tasa real de Brasil, que es de 8.22 por ciento, pero con un riesgo-país de 900 puntos base.

**La tasa real es lo que hace atractivo a un mercado, pero hay que destacar que Brasil tiene un mayor riesgo financiero, aunque otorga una tasa real similar a la de México; no obstante, el mercado mexicano se mantiene como el más atractivo de la región.**

El diferencial en tasas reales podría explicarse de esta manera: Brasil ha elevado sus tasas de interés nominales en casi cuatro puntos porcentuales, mientras que su inflación se ha mantenido constante en los últimos dos meses: 16 por ciento en promedio, resultado de una apreciación de casi 4.0 por ciento del real durante fe-

brero-abril, y que influyó para que su riesgo financiero bajara de 1000 a 900 puntos base en los últimos tres meses.

En el caso de México, la baja en tasas de interés nominales y la revaluación del peso—movimientos que se iniciaron durante abril— apenas comienzan a reflejarse en la tasa real, en términos de dólares, del mercado nacional, ya que ésta bajó de 9.0 a 8.49 por ciento en el periodo febrero-marzo, lo que está en línea con los fundamentos del mercado mexicano.

Normalmente, las economías con mayor calificación crediticia registran un menor riesgo financiero, lo que se traduce en tasas reales bajas; en este sentido, el mercado mexicano podría comenzar a disminuir su nivel de tasas reales en los próximos meses y mantenerlas entre 6.0 y 5.0 por ciento; mientras que las de Brasil se ubicarían entre 8.0 y 8.50 por ciento.

La tasa real en dólares en México se mantiene alta, lo que significa que el riesgo en el mercado local sigue vigente, no obstante dicho indicador podría regresar a niveles de 1998; es decir, por debajo de 5.0 por ciento.

Hay que destacar que la incertidumbre que prevalece en torno a la recuperación económica de Estados Unidos, así como la volatilidad que presentan los mercados internacionales, aumentan el nivel de riesgo en las inversiones.

Sin embargo, la participación del Banco de México en el mercado de cambios podría influir para que el riesgo financiero en México baje y, por consiguiente, la tasa real también retroceda.

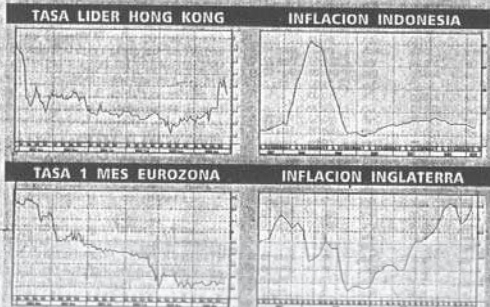
La alta tasa de interés real en las mesas de dinero aztecas coincide con el magro rendimiento que otorga el mercado bursátil durante este año. Y es que los inversionistas están esperando a que se definan las nuevas reglas del juego en los grandes negocios en México, los cuales se "olerán", una vez conocidos los resultados finales de las elecciones de mediados de año. Con el presente serán ya casi tres años de lentitud económica en el país por falta de negociación política, independientemente del entorno. El Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores gana 3.83 por ciento en lo que va del presente año.

En cambio, el Índice Merval de Argentina avanza 46.53 por ciento, en términos de dólares, mientras que el Bovespa de Brasil reportó un ascenso de 44.32 por ciento. El primer caso, producto de una relativa estabilidad tras su crisis político-económica, con miras a nuevos resultados electorales. Los inversionistas internacionales tendrán todas las de ganar para comprar en centavos la industria argentina, que actualmente cotiza en centavos, es decir, alta probabilidad en donde se genere ganancia. En Brasil, el nuevo presidente Lula ya conoció su margen de maniobra y se desvaneció el temor a una postura radical.

Así, la indefinición de proyectos de negocios de alta envergadura y de largo plazo en México, mantiene alejados a los inversionistas, hasta que se decidan poner de acuerdo los que tienen que negociar.



Las expectativas sobre la inflación en México son positivas para lo que resta del segundo trimestre, ya que la participación del Banco Central en el mercado de cambios nacional podría reducir las presiones sobre los precios, pues la inflación acumulada de enero a marzo es de 1.32 por ciento y el objetivo de las autoridades financieras del país es de 3.0 por ciento para 2003. En Argentina, la inflación se mantiene sin grandes cambios desde hace dos meses, debido a la revaluación de casi 4.0 por ciento de su moneda en dicho periodo. Aunque los rendimientos a corto plazo de su mercado de dinero siguen por debajo de la inflación, por lo que el mercado argentino otorga una tasa real negativa de más de 10 por ciento.



Invertir en Asia en los próximos dos meses podría ser altamente riesgoso, primero porque sus principales centros bursátiles se mantienen con una trayectoria descendente, al igual que sus divisas; segundo, la tasa real promedio de los principales mercados del área es de 2.0 por ciento; y, por último, el temor que genera la neumonía atípica, que le ha costado a los principales países de la región una baja en sus expectativas de crecimiento para 2003. Indonesia se ubica hasta el momento con la tasa real más atractiva del área: 3.31 por ciento, seguida por Malasia con una tasa de 1.26 por ciento. Por su parte, la eurozona registra una tasa real de casi 1.0 por ciento, mientras que la de Estados Unidos es 0.50 por ciento.

RENDIMIENTO EN TASAS REALES\*

País	Cena 31/dic/02	Cena 31/ene/03	Cena 31/mar/03	Promedio trimestral	Expectativa 30/may/03 (f)	
<b>Ranking 12 América Latina</b>						
2	México	8.64	8.00	8.49	7.68	8.00
14	Argentina	-16.66	-16.66	-13.15	-16.83	-13.20
1	Brasil	8.72	8.48	8.22	8.51	8.00
12	Chile	0.03	-0.60	-1.75	-0.87	-1.20
<b>Asia</b>						
4	Hong Kong	2.99	2.96	3.31	3.00	3.32
6	India	2.34	1.71	1.80	1.96	1.63
3	Indonesia	3.00	3.15	4.65	3.97	4.10
7	Malasia	1.14	1.15	1.26	1.18	1.28
10	Singapur	0.41	-0.68	0.28	-0.20	-0.21
13	Rusia	-2.68	-3.93	-7.40	-4.77	-7.65
<b>Industrializados</b>						
9	Eurozona	0.86	0.83	0.10	0.50	0.18
8	Japón	2.1	1.01	0.00	1.04	0.01
5	Inglaterra	3.22	3.78	2.31	3.10	2.25
11	Estados Unidos	0.25	0.21	0.00	0.01	0.10

\* Tasas en dólares.  
 f Según expectativas de analistas y Bloomberg.  
 f Según promedio trimestral.  
 Fuente: Elaboración propia, con datos de Bloomberg y The Economist.



INTERNACIONAL

ATAQUE EN EL RIAD AL ESTILO EL QUIDA

Un grupo de suicidas disparó sobre 3 complejos de viviendas e hicieron explotar automóviles-bomba matando al menos a 29 personas.

Pág. 36

ECONOMÍA

APERTURA SILENCIOSA A EXTRANJEROS EN ENERGÍA

Desde principios de la década pasada ha llegado inversión al país en las áreas de gas natural y petroquímica secundaria.

Págs. 14 y 15

FINANZAS

GOLPE DE LA SUPREMA CORTE A LA SHCP

Declaró inconstitucional el Impuesto Sustitutivo del Crédito al Salario, por lo cual Hacienda deberá regresar recursos a empresas.

Pág. 7

POLÍTICA

RATIFICAN MULTA DE MIL MDP AL PRI

En cerrada votación, 4 magistrados confirmaron la sanción, mientras que 3 advirtieron que no se realizó una investigación exhaustiva.

Pág. 49

SOCIEDAD

NUEVA LEY DE SALUD; 48 MIL MDP EXTRAS

En 6 años terminará el mal servicio, dice el presidente Vicente Fox, y se comprometió a evitar la privatización del sector.

Pág. 40

CULTURAL

LA HISTORIA DE LA HOMOSEXUALIDAD

El antropólogo y dramaturgo Xabier Lizarraga publica una serie de notas sobre la parte silenciada del homo sapiens.

Pág. 56

El Financiero Edición Occidente

Invierte.

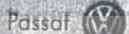


Table with financial indicators and exchange rates. Columns include indicators like Dólar (USD) and exchange rates for various currencies.



Carlos Menem (Reuters)

Menem tira la toalla

Carlos Menem habría decidido retirar su candidatura para los comicios presidenciales en Argentina el domingo. Pero Jorge Azárate, su vocero, aseguró que se hará un anuncio definitivo hoy en La Rioja, provincia natal del exmandatario. (Agencias)

Pág. 34



George Bush (Ulises Ramirez)

Pide voto amigo

La falta de apoyo mexicano a la invasión de Irak es un incidente superado, pero EU espera que nuestro país vote en el futuro en el Consejo de Seguridad de la ONU como "socio, aliado y amigo", dijo George Bush padre. (J. González / I. Becerra / V. Chávez)

Pág. 35

El Financiero

Año XXII N° 6291 México D.F. Miércoles 14 de mayo de 2003 \$7.00 M.N.

México, refugio seguro para las inversiones

- El riesgo-país, en su mínimo histórico de 205 puntos base
Los réditos, a la baja; récord de Cetes desde su nacimiento
El peso, en su mejor cotización; apreciación de 2.64% en el año

por ciento, aunque la TIEE disminuyó 0.05 puntos para quedar en 5.65 por ciento. Dentro de este panorama, la tasa riesgo-país se situó en el mínimo histórico de 205 puntos base, de acuerdo con la clasificación EMBI+ de JP Morgan, que permite a los inversionistas extranjeros considerar a México como un refugio seguro para sus capitales...



Comercio con EU, excepcional
El comercio exterior para el trimestre acumuló un resultado negativo de 43 mil 500 millones de dólares...

El mercado financiero mexicano alcanzó niveles históricos sustentados en la seguridad que representan para la inversión las políticas fiscal y monetaria. El peso logró ayer su mejor cotización frente al dólar desde el 25 de noviembre...

Destape de suspirantes azules; adiós a Martha; Diego no está solo: Bravo

El efímero autodesdape de Diego Fernández de Cevallos a la candidatura presidencial, que terminó en un autodesdape, provocó inquietud en las filas albiras...

Conflicto, sello de la relación prensa-gobiernos estatales

En la antecámara de la aplicación de la nueva Ley de Transparencia, que a partir del 12 de junio obligará a las dependencias del sector público a presentar toda la información que se le demande...

# FINANZAS

Miércoles 14 de mayo de 2003 El Financiero Pág. 4 Editor: Víctor Felipe Piz



## Tasa riesgo país, en 205 puntos base; nuevo mínimo histórico

Beneficio por el rally en mercados emergentes

Brasil y Rusia, principales competidores por capital

México, atrapado por la ausencia de cambios básicos

Alicia Saigado

La tasa riesgo país de México registró ayer un mínimo histórico, al situarse el índice EMBI+ de la correduría JP Morgan en 205 puntos base sobre el rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense.

Por la calidad crediticia soberana del país y el peso que tiene como emisor en los mercados globales, la deuda soberana mexicana representa 19.6 por ciento del Índice Global EMBI+, que es referencia mundial para todos los manejadores de fondos.

Los otros dos principales emisores y mercados son Brasil, con 17.5 por ciento de peso en el indicador, y Rusia, con 16.1.

El riesgo país llegó a observarse poco más de 550 puntos base sobre los bonos del Tesoro, en la primera colocación de deuda efectuada en mayo de 1995.

Esto es, justo dos meses después de la crisis de liquidez que llevó al gobierno mexicano a tomar el primer préstamo de asistencia multimillonario.

En la actualidad, México se encuentra a la mitad del camino, pues naciones emergentes con similar calificación de crédito soberano o una escala más en el grado de inversión, tienen una tasa riesgo país de entre 112 y 176 puntos base.

Esa diferencia, justificada en la ausencia de acuerdos políticos para avanzar en las llamadas reformas institucionales y estructurales, se expresa en la exigencia de los mercados mundiales de mayor rendimiento.

Analistas consultados por El Financiero comentaron que la baja en la tasa del riesgo país de México es producto del rally que tienen los mercados emergentes desde principios de año, y que se agudizó una vez que concluyó el conflicto en Irak, pues en estos momentos los administradores de fondos están dispuestos a tomar más riesgo por un mayor rendimiento.

Los dos emisores donde se han volcado más son Brasil y Rusia, ya que su tasa de rendimiento es elevada y en el caso de México, hay mayor preferencia de los llamados high grade investors, que tienen la obligación de invertir en bonos con grado de inversión.



El diferencial conseguido por la tasa riesgo país de México está en alrededor de 160 puntos base por debajo del promedio logrado en el segundo semestre de 2002 y en 90 puntos base respecto al observado al inicio del conflicto en Irak, el 19 de marzo.

El movimiento no ha estado ajeno a la evolución que ha mostrado el riesgo global y que se ha traducido en ganancias, aunque volátiles, en los principales mercados financieros del mundo.

De hecho, el EMBI+ Global para mercados emergentes se ha reducido 113 puntos base desde que se anunció la victoria estadounidense en Irak.

### Optimismo

El mercado de bonos emergentes registró ayer un rally impresionante, no sólo por la cantidad de flujos que se dirigieron a mercados como el de México, Brasil o Rusia, que son los preferidos, sino también a todos, señaló Tullio Vera, jefe de estrategia de deuda emergente de Merrill Lynch.

México está atrapado por el escaso avance en el proceso de reformas estructurales y el bajo crecimiento de la economía estadounidense.

Por ello, la expectativa es que se mantenga un escalón abajo respecto a países como Sudáfrica o Malasia, que estaban en su mismo rango, y lo que sostiene el rally son sus fundamentales, expuso.

Octavio Gutiérrez, de BBVA Bancomer, comentó que en particular, el Índice EMBI+ de México presenta una mayor relación con el riesgo de los

bonos corporativos Aaa y Baa de Estados Unidos.

De mediados de marzo a la fecha, el premio pagado por estos bonos sobre los del Tesoro a plazo de diez años se ha reducido en 40 y 31 puntos base, respectivamente.

En la actualidad, los inversionistas exigen un premio menor a los bonos mexicanos que a los de las empresas Baa de Estados Unidos.

Según nuestras estimaciones, la disminución en el último mes del riesgo comparativo Aaa explica 77.6 por ciento de las variaciones del riesgo mexicano; el restante 22.4 por ciento tiene dos posibles razones.

La primera, los inversionistas podrían estar desconfiando un dinámico crecimiento en sincronía con la economía estadounidense y avalando, implícitamente, la política económica en México.

La segunda, consiste en que el optimismo tras la guerra en Irak esté generando una sobre-reacción en los mercados financieros en Estados Unidos y, particularmente, en México, puntualizó Gutiérrez.

Por otra parte, el ajuste de los diferenciales antes señalados se explica por tres factores: el efecto Brasil y la confianza que hoy expresan los mercados del manejo macroeconómico del presidente Lula; la perspectiva de que las cosas van mejorando en Argentina; y la solidez que ha mantenido el mercado ruso.

El riesgo país de Brasil solamente ha caído 340 puntos base y su diferencia con el bono del Tesoro ayer cerró en 707.

## CONTEXTO

### Presión financiera si fracasan las reformas

Isabel Mayoral Jiménez

El fracaso del gobierno de México para avanzar en la reforma estructural en los próximos años podría presionar su posición financiera en un momento de creciente tensión política por lograr un mayor gasto público.

Gran parte del interés externo hacia México se enfoca en las variables macroeconómicas, como balanza de pagos y déficit fiscal, así como en la reforma estructural para aumentar las perspectivas de crecimiento y fortalecer las finanzas públicas.

La calificadora Standard & Poor's (S&P) señaló que la agenda de reformas del gobierno del presidente Vicente Fox incluye la liberalización del sector de energía para atraer más inversión y aumentar la producción, y la modificación del sistema tributario para recaudar más ingresos.

La estrecha base tributaria del país —donde los ingresos no petroleros contribuyen con menos de 11 por ciento del PIB, muy por debajo de la mayoría de los países con grado de inversión— provoca que las finanzas del gobierno dependan de los volátiles ingresos petroleros.

En un análisis sobre las instituciones públicas en México, que se han fortalecido en los últimos años, S&P expuso que éstas son un factor importante en la evaluación de las calificaciones soberanas.

La mayoría de los países de América Latina tiene instituciones públicas más débiles que aquellas naciones con grado de inversión en Europa y Asia, un factor que probablemente contribuye a su desempeño económico más volátil.

El marco institucional de México es generalmente más débil que el de la mayoría de los países con grado de inversión, incluido Chile, el otro soberano que tiene esa calificación en América Latina.

S&P mencionó que el enfoque en una reforma mayor y más visible no debería opacar los cambios menores recientemente adoptados para mejorar la fortaleza de las instituciones.

El proceso para fortalecer las instituciones es largo y los beneficios podrían no vislumbrarse en el corto plazo.

Sin embargo, la aplicación exitosa de varias iniciativas recientes deberá fortalecer la confianza de los inversionistas y contribuir a mejores perspectivas de crecimiento.

Un ejemplo de ello es la aprobación por parte del Congreso, en abril pasado, de varias leyes que podrían aumentar el flujo de financiamiento bancario.



INTERNACIONAL

KIRCHNER ASUMIRÁ LA PRESIDENCIA ARGENTINA

Carlos Menem renunció de manera oficial a su candidatura porque no están dadas las condiciones y el proceso está trapeado.

Pág. 39

MUEREN 19 INDOCUMENTADOS

Las víctimas de México y Centroamérica fueron encontradas en un trailer abandonado en una carretera, al sur de Texas.

Pág. 38

FINANZAS

SANGRÍA IMPOSITIVA DE MIL 400 MDP

La decisión de la Corte sobre el crédito al salario tendrá un alto, sin embargo las empresas deben esperar el fallo del Tribunal Fiscal.

Pág. 6

INSISTE FOX EN EVITAR AUDITORIA A BANCOS

El Ejecutivo Federal solicitó nuevamente a la Corte que suspenda la recomendación de la ASF para revisar la carrera de Banamex en el IPAB.

Pág. 6

NEGOCIOS

ANALIZARÁN DIPUTADOS LA VENTA DE TMM

Legisladores critican la transacción y exigen a la compañía información detallada sobre sus negociaciones con una multinacional.

Pág. 31

CULTURAL

FIN DEL INSTITUTO INDIGENISTA

El INI muere por decreto para dar paso a un nuevo organismo que, según especialistas, solo será una cunilla para el grave cáncer de la pobreza.

Pág. 61



Gondoleezza Rice (Reuters)

Bush, en veremos

Condoleezza Rice, consejera de Seguridad Nacional de EU, desmintió al canciller Luis Ernesto Derbez y aclaró que no está decidida la visita de George W. Bush a México este año. Reiteró que Washington espera el voto mexicano en la ONU. (O. Esteve)

Pág. 38



Francisco Gil Díaz (Ulises Ramírez)

Cero contrabando

El gobierno lanzó su Programa de Acciones contra el Contrabando, mediante controles aduaneros, sanciones penales y administrativas, operativos carreteros y cateos; el secretario de Hacienda dijo que se pidió ayuda de una empresa suiza. (V. Chávez)

Pág. 12

El Financiero

Año XXII N° 6292 México D.F. Jueves 15 de mayo de 2003 \$7.00 M.N.

Supremacía en la captación de capitales

- Llegan más de 220 mil mdd en inversión foránea desde 1999
■ México, por su bajo riesgo, es el más buscado por la banca extranjera
■ Únicamente Brasil representa una competencia real en América Latina

Alicia Salgado / Isabel Mayoral
Dado que México se ha consolidado como un puerto seguro para el capital, los inversionistas extranjeros han canalizado más de 220 mil millones de dólares desde 1999 a la fecha. Con ello, nuestro país se coloca a la vanguardia en los índices globales de inversión elaborados por el Fondo Monetario Internacional (FMI). Pese a que entre 2001 y lo que va de 2003 la inversión extranjera en México ha sufrido desgastes cambiantes, el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés)

establece que la República Mexicana es el "riesgo" más buscado por la banca extranjera, especialmente de origen español, estadounidense y canadiense, ya que el país ofrece una "exposición" del orden de los 183 mil millones de dólares. En América Latina sólo Brasil, con su nueva administración, se presenta como competencia para México, debido a que actualmente ofrece tasas de interés más altas de la región, pero no garantiza un horizonte de largo plazo. La esquizofrenia política provocada por Carlos Saul Menem en Argentina deteriora a los países del Mercosur; afirman Mario Ljvas, de LCM Consultores; Rodrigo Sacca, de Stone & McCarthy, y el Investigador del CIDP; Raúl Pall. México, dicen, ofrece mayor seguridad ya que mantiene un perfil de endeudamiento manejable, aunque adolece de serios problemas en su estructura fiscalitaria, agravados por el recorte bancario y el sistema de pensiones.



Crecen 77% las utilidades de la banca
Eleazar Rodríguez
En medio del proceso de desactivación económica, los bancos se consolidaron como los negocios más rentables del país y como los puntales del sistema financiero, ya que sus utilidades aumentaron 77% real tan sólo durante el primer trimestre del año. Dentro de este proceso, el 80% de las ganancias se concentró en Banamex, BBVA Bancomer, Bital y Santander Serfin, instituciones administradas por extranjeros.

TOSHIBA advertisement with contact information and financial data table.

Priistas exigen cuentas a Labastida; Maestros: otro día en espera de la Revolución Educativa

M. R. Ortiz / R. Rueda / J. Espindola / Finsat
Legisladores del PRI demandaron al ex candidato presidencial Francisco Labastida y a su jefe de campaña Emilio Gamboa, rendir cuentas sobre los recursos que dieron origen al Pemexgate, dinero que, afirman, inexplicablemente se esfumó. Miguel Ángel Yunes acusó a un grupo de "desleales" priistas como responsables de provocar el quebranto a su partido, y Efrén Leyva advirtió que quienes se quedaron con el dinero tienen que devolverlo. Hay mayor pecado en la ignorancia, sobre todo cuando Labastida tenía bajo su tutela esos recursos", dijo Leyva.

Rosalva Servín
La senadora Laura Alicia Garza Gallardo apuntó que cabe la posibilidad de una denuncia penal, pero que su diligencia debe valorarlo. En tanto, el senador perredista Jesús Ortega presentó una denuncia formal por el presunto desvío de 600 millones de pesos del sindicato ferroviario a la campaña presidencial de Ernesto Zedillo. José Woldenberg aseveró que para el IFE el Pemexgate es un caso cerrado; ahora la prioridad es el tema de Amigos de Fox, una vez que reciba la información de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Divididos como gremio, usados para fines políticos, sin mejora real en sus ingresos, sin capacitación y sin expectativas para iniciar el verdadero cambio que requiere el país, hoy los maestros al servicio del Estado pasarán otro día; otros educadores sí tienen motivos para festejar. Para el gobierno del presidente Vicente Fox, el primer objetivo del cambio que propuso se dirigió a la "educación pública, laica y gratuita, pero también moderna, de calidad y con valores que dignifiquen a los individuos". Decía que la educación es "una palanca para el progreso", y por ello ofreció "la Revolución Educativa". Al paso del tiempo, Javier Álvarez Ramos, secretario de Prensa y Propaganda del SNTe, preguntó: "¿Dónde está la Revolución Educativa?".

# FINANZAS

Jueves 15 de mayo de 2003 El Financiero Pág. 4 Editor: Víctor Felipe Piz

## Ventaja de México como receptor de capitales en América Latina

Brasil, con mejor perspectiva y atractivo

Argentina puede retomar el camino de la recuperación

Desequilibrios en la región, díque a superar

Isabel Mayoral Jiménez

Aunque los desequilibrios económicos, políticos y sociales que enfrenta la región latinoamericana ponen en ventaja a México como receptor de capitales, Brasil tiene una mejor perspectiva económica y un mayor atractivo por las altas tasas de interés que otorga a los inversionistas extranjeros.

El panorama para los países del Cono Sur no es tan desfavorable como el que se registró en el transcurso de 2002; sin embargo, sus economías enfrentan serios problemas por la alta deuda externa, la falta de reformas que les permita tener más ingresos y severos problemas en sus sistemas bancarios, entre otros factores.

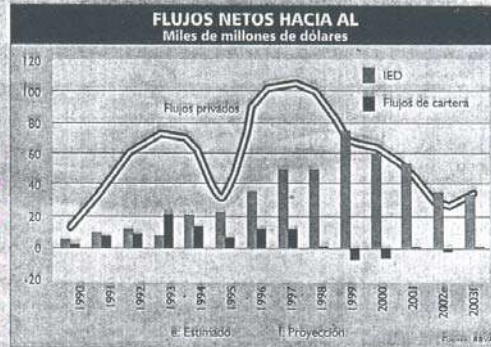
En este contexto, la renuncia del candidato presidencial Carlos Menem a la segunda vuelta electoral en Argentina, que se llevará a cabo el próximo domingo, podría no tener tanto efecto sobre los mercados.

Si bien Néstor Kirchner, quien asumirá ahora la Presidencia de Argentina, no es el candidato que apoyaban los inversionistas, se prevé que lleve la misma línea económica del todavía presidente Eduardo Duhalde, lo que le permitirá a ese país retornar a una tendencia de crecimiento sostenido.

El retiro de Menem a la candidatura deja más debilitada a la democracia de Argentina, ya que Kirchner estaría tomando posesión como presidente con sólo 22 por ciento de los votos que consiguió en la primera vuelta y lo obligará a armar consensos entre la clase política del país para lograr las reformas que necesita esa nación.

No obstante, la situación por la que atraviesa Argentina no tendrá ningún impacto sobre la región y en la medida en que las principales economías del mundo se recuperen habrá una menor aversión al riesgo, y podrán comenzar a flotar los capitales hacia esta zona.

Rodrigo Sáez, analista económico para Argentina de Stone & McCarthy, opinó que si bien los mercados no le tienen demasiada confianza a Kirchner, lo prefieren antes que a otros, además



de que ha ratificado al actual ministro de Economía, Roberto Lavagna, quien ha logrado un buen manejo de la crisis.

Muchos están conmovidos por el problema de legitimidad, pero si Eduardo Duhalde no fue votado por nadie y estuvo año y medio gobernando al país, qué diferencia hace a un presidente que salió con 22 por ciento del voto.

Demasiadas cosas quedan pendientes por hacer en Argentina, pero la principal es encarar la reestructuración de la deuda y se espera que mantengan la actual política económica que les permita retomar la senda del crecimiento.

### Apetito por riesgo

Esta situación no pone a México en ventaja, porque tampoco está mucho mejor que Brasil. Hay estabilidad, un acuerdo comercial con Estados Unidos, pero la economía no está tan dinámica.

Y si bien tanto Argentina como Brasil no han salido de sus problemas, van mejorando. Además, las tasas de interés brasileñas son más bajas que las de México, entonces vale la pena el riesgo.

Raúl Feliz, profesor de economía e investigador del CIDE, afirmó que el principal problema que se puede enfrentar en Argentina es que Kirchner llega a la Presidencia sin un mandato y sin un grupo político fuerte.

Eso lo debilita como presidente, con una legitimidad cuestionada porque no se habrá manifestado un voto mayoritario hacia él, lo que podría llevar a ese país a una especie de gobierno de co-

alicación, y sería difícil ponerse de acuerdo para ejecutar las reformas que la economía necesita.

Considera que Brasil se ve bien. Lula da Silva ha resultado ser un líder mucho más efectivo y con Argentina se abre este paréntesis, aunque lo peor ya pasó.

México tiene una ventaja absoluta sobre la economía brasileña, que es su estabilidad macro y su fuerte relación con Estados Unidos.

Son factores positivos, pero los activos brasileños estaban tan castigados que incluso descontaban un colapso, que al no darse se ven más atractivos que los de México.

Mauro Livas, economista para América Latina de LCM Consultores, expuso que Kirchner representa la posibilidad de poder hacer más operativa la política económica de Argentina, con un tono más moderado, cuidadoso, como el que se ha visto con Lula.

Aunque la situación es más difícil que en Brasil, dado su nulo margen de maniobra y apenas están restañando la operatividad de su sistema económico.

Ve a la región con bastantes dificultades. Brasil y Argentina tienen que renegociar sus deudas y sus ingresos no son muy fuertes, lo que aünado a otros problemas en esos dos países le daría ventaja a México en la atracción de capitales.

Sin embargo, esas naciones tienen muchas posibilidades de resanar sus economías e incluso de crecer más que la mexicana, y eso pondría en ventaja a nuestro país.



## CONTEXTO

### Todo Mercado rentable y de resguardo

Alicia Salgado

Los mercados internacionales de capital han canalizado a México poco más de 220 mil millones de dólares de 1999 a la fecha.

Recursos que lo mismo se han documentado en créditos soberanos o privados, en inversiones en mercado de deuda, en acciones o en inversión extranjera canalizada.

Sólo en el sector financiero se han invertido poco más de 20 mil millones de dólares entre 2000 y 2002.

De acuerdo con el Financial Stability Report (FSR) emitido por el Fondo Monetario Internacional, aunque no se ha sustraido a los efectos de la volatilidad mundial, México ocupa uno de los primeros lugares en los índices globales que utilizan los inversionistas para tomar sus decisiones de operación.

El monto oscila entre 16 y hasta 45 por ciento de la recomendación de canalización de fondos.

Esto se debe a que la estrategia de "equilibrio financiero" que han seguido los capitales internacionales después de la crisis financiera mundial de 1998, además de subrayar la diferenciación por calidad crediticia, también lo hace considerando los fundamentales de riesgo.

En materia de rentabilidad, la inversión en bonos mexicanos, según el FSR, presentó el año pasado una tasa de retorno de 16.4 por ciento.

Aunque se situó por arriba del promedio de países emergentes y de emisores latinoamericanos —14.2 y 7.2 por ciento, respectivamente—, no logró los rangos registrados por los mercados de Asia y Europa del Este, razón por la que Rusia, especialmente, Malasia, Tailandia y Singapur captaron una preferencia mayor por su rentabilidad.

En esta estrategia, México, por el monto, liquidez y profundidad de su mercado de deuda externa, es considerado un "poste" o "peso significativo" para compensar riesgos que se asumen, así es, una inversión rentable y además de resguardo.

Del total de emisiones realizadas entre 2000 y el primer trimestre de 2003, por 535 mil millones de dólares de mercados emergentes —bonos, acciones y créditos sindicados— México ha concentrado 20 por ciento en promedio.

En corto y mediano plazos, es factible que el ámbito internacional de inversión se deteriore, porque la recuperación económica está tambaleándose, establece el FSR.









## Fox: México es la máquina que impulsará el crecimiento mundial

□ Ya hicimos la tarea en materia de reformas económicas

■ El país, invitado especial del G-8 durante 2 años

■ Destaca la buena recepción a sus planteamientos

Víctor Chávez / enviado

GINEBRA, Suiza, 1 de junio.—Ante las grandes potencias económicas y políticas del mundo que integran el llamado Grupo de los Ocho el presidente Vicente Fox aseguró que México "va a hacer la tarea" en materia de reformas políticas, económicas y sociales, por lo que "está listo para ser el catalizador y la máquina para impulsar el crecimiento global en el planeta".

Por ello, y a pesar de las críticas y reacciones en contra de empresarios mexicanos, Fox Quesada informó que "se logró el objetivo y México será invitado especial del G-8 durante los dos próximos años".

También planteó que sus propuestas y peticiones respecto al acceso de las economías emergentes a los mercados libres, la eliminación de los subsidios en productos agrícolas y el financiamiento al desarrollo, "fueron bien acogidas".

Tanto que los países líderes se comprometieron a analizarlas en la sesión privada que tendrá el G-8 este lunes, en la que ya no estarán las naciones emergentes invitadas.

En un informe que dio a la prensa mexicana, luego de la larga sesión que tuvo con las economías más poderosas en la ciudad de Evian, Francia —frontera con esta nación—, Fox señaló que celebró reuniones bilaterales informales y "de pasillo" con los presidentes de Estados Unidos, Japón, China, Rusia, Francia, Gran Bretaña y Brasil, entre otros.

Alejados seis kilómetros de los periodistas, de los globalfóbicos y cercados por más de seis mil elementos policíacos, los mandatarios de las naciones líderes recibieron a los países pobres para escuchar sus propuestas.

Respecto al ingreso de México al "club de los ricos", Vicente Fox argumentó: "Nosotros planeamos vincular las economías de tamaño medio o emergentes con las economías líderes, para lo cual señalamos que nuestros países han hecho la tarea de reformas políticas, reformas económicas, de la disciplina financiera, del compromiso con la transparencia y la



Vicente Fox enumera los avances. (Foto: Notimex)

rendición de cuentas; hemos hecho la tarea también en el impulso al desarrollo humano y educativo."

De esta manera —remarcó—, "la propuesta de México fue resaltar la importancia de las economías emergentes de los países de ingreso medio como un catalizador de desarrollo, como nueva máquina para impulsar el crecimiento global".

### Reacción positiva

Por lo anterior, explicó que habían sido de la participación permanente bajo este mecanismo y fue aceptado por los dos siguientes presidentes del G-8, George W. Bush y Tony Blair, de volver a invitar a México a participar en las dos siguientes reuniones, las de 2004 y 2005.

Celebró también el que la propuesta que presentaron México y Brasil, producto de la reunión del Grupo de Río —en Cuzco, Perú—, "la reacción fue positiva, pues quienes estaban ahí el día de hoy mostraron una voluntad política para avanzar en esos temas, sobre todo en el de los subsidios. Entre ellos, algunos no habían mostrado antes esa voluntad".

Incluso, destacó que México propuso integrar una comisión para que dé seguimiento y vigile que los acuerdos se cumplan. Dicha comisión estaría integrada por dos países del G-8, dos de los emergentes invitados y dos de las instituciones financieras internacionales.

Lo anterior, a juicio del presidente Fox Quesada, garantiza que México continuará de invitado a las cumbres de este organismo.

"Me voy con el supuesto que si, porque hablamos de permanencia del mecanismo y de los países; además, llegamos a acuerdos y compromisos de trabajo como el de la instalación de una comisión que ya mencioné."

No obstante, será hasta este lunes cuando, por conducto del mandatario francés, Jacques Chirac, se harán públicas estas propuestas que realizaron México y Brasil, en el seno de la reunión privada de la élite del G-8, y en la que ya no estarán las naciones emergentes para presenciar la discusión.

Así, cualquier acuerdo que pudiera lograrse en ese sentido se enunciará hasta el día próximo.

### CONTEXTO

#### Panorama aún incierto, advierte el FMI

EVIAN, Francia, 1 de junio.—El Fondo Monetario Internacional (FMI) advirtió a los ocho países más industrializados, más Rusia, que se reúnen en esta ciudad que el término de los combates en Irak no fue suficiente para eliminar la incertidumbre sobre la economía mundial, según afirmó el representante japonés del organismo multilateral.

Al hablar con la prensa después de un día de conversaciones en la reunión anual del Grupo de los Ocho, el funcionario dijo que el representante del FMI indicó a los líderes que "el panorama económico mundial sigue siendo incierto, pese al fin de la lucha en Irak".

Por ello, el FMI instó a Japón y a Europa a seguir adelante con sus reformas estructurales, al tiempo que pidió a Estados Unidos evitar un mayor incremento en su déficit fiscal, lo que contradice el plan de recorte tributario propuesto por el presidente George W. Bush, reconoció el funcionario japonés que prefirió el anonimato.

Mientras tanto, en Washington trascendió que el director ejecutivo del FMI se reunirá en los próximos días para analizar la incorporación del exsubsecretario mexicano de Hacienda Agustín Cartens como subdirector gerente.

La Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), a su vez, recordó que el pasado 29 de mayo, el subsecretario de esa institución, Agustín Cartens, fue propuesto por el director del FMI, Horst Köhler, para incorporarse a dicho organismo en sustitución de Eduardo Aninat.

De acuerdo con la nota oficial, el nombramiento requiere de la aprobación del directorio ejecutivo de la institución, la cual se espera que suceda en esta semana.

Cartens se ha desempeñado como subsecretario de Hacienda y Crédito Público desde diciembre de 2000 y recientemente ha sido nombrado como el primer y único jefe de la oficina de asuntos económicos del Banco de México en su historia.

El funcionario mexicano se encuentra en economía por el doctor en Economía y Administración de Empresas del FMI y obtuvo el doctorado en Economía por la Universidad de Wúrgo.

El Fondo Monetario Internacional ya está integrado oficialmente por 183 países y es la institución con el sistema monetario internacional más grande. (Notimex, Reuters).



Juan Castaingts Teillery

# Así vamos... Crisis en Alemania y Japón: semejanzas y diferencias

La economía mexicana está cada vez más ligada a la economía de Estados Unidos, país amenazado por una crisis de deflación. Conocer la suerte de la economía de EU y mundial es conocer las expectativas mexicanas. Nos han hecho tan dependientes que ya interesa poco lo que declaren el gobernador del Banxico o nuestros funcionarios públicos, y lo que tenemos que hacer es ver hacia el exterior.

Las declaraciones de nuestro presidente en el sentido de que México será un catalizador del crecimiento mundial son simples veleidades sin sentido de lo real.

La crisis de deflación que amenaza a EU ya se ha dado en Japón y ya comienza en Alemania, por eso es necesario encontrar las relaciones que existen entre estas dos crisis.

1) En los dos casos se trata de una baja de precios asociada a expectativas negativas sobre el crecimiento económico futuro.

2) En ambas situaciones la crisis deflacionaria no se desató de golpe, sino que se trata de una enfermedad lenta y paulatina que poco a poco se va extendiendo, inexorablemente.

3) En los dos países las innovaciones tecnológicas no son escasas, sino que son persistentes; el caso es que, ante la falta de compradores, el resultado del proceso innovador se transfiere a los consumidores por medio de la baja de precios.

4) Ante la baja de precios y la reducción en las cantidades vendidas, el valor de lo vendido por las empresas tien-

de a caer, por eso las ganancias bajan y la capacidad de pago de las empresas se deteriora.

5) El flujo de caja de las empresas, es decir, la cantidad de dinero líquido de que disponen para efectuar sus pagos, disminuye al tiempo en que las empresas comienzan a incumplir sus deudas con clientes y bancos.

6) Las tasas de interés tienden a la baja; sin embargo, ello ayuda poco a las tesorerías empresariales, ya que la baja de precios suele ser mayor que la reducción de las tasas de interés monetarias y, por tanto, la tasa de interés real o bien crece o bien se mantiene al alza y, por ende, las cargas reales que se deben pagar por servicio de la deuda e intereses son muy pesadas para las empresas. Las carteras vencidas hacen su aparición.

7) En términos reales, en ambos países las tasas de interés tienden a ser más elevadas que la tasa de crecimiento logrado y, por tanto, en términos del conjunto de la economía, la deuda de las empresas y del

gobierno se hace cada vez más pesada para el conjunto de la sociedad.

8) Se trata de dos países en los cuales el envejecimiento de la población pesa con fuerza sobre el conjunto de la economía y sobre el costo de las pensiones de vejez. Este problema es más agudo en Japón.

9) Las bolsas de valores sufren una caída importante y persistente a lo largo de varios años. En Alemania la caída se inicia desde inicios de 2000; en Japón desde mucho antes.

10) Las pérdidas importantes de los valores accionarios tienen repercusiones negativas en toda la economía. El financiamiento de las empresas por la vía bursátil se acaba. El valor de las garantías que las empresas dan a los bancos cuando solicitan créditos (los denominados colaterales) se deteriora y así la calidad de la cartera de créditos de los bancos sufre una merma considerable. El sector bancario es de los más afectados por la crisis.

11) Se trata de dos países que en su etapa de crecimiento dependieron mucho

del dinamismo de sus exportaciones. El caso es que cuando ellos entran en problemas, la necesidad que tienen de las exportaciones es mucho mayor, ya que sus mercados internos de debilitan por la crisis deflacionaria.

12) Para ambos países la sobrevaluación del dólar fue un estímulo importante, ya que por esa situación las exportaciones mantuvieron un cierto dinamismo; sin embargo, con la persistente caída del dólar, en la actualidad sus economías se ven profunda y negativamente afectadas.

Hay también diferencias profundas entre ambos países. Japón ya se encuentra claramente en una crisis deflacionaria desde hace varios años; en Alemania esta crisis apenas se inicia. Alemania tiene la ventaja de la zona europea (los otros países aún no están en deflación) para amortiguar su caída y poder salir de sus problemas. En Japón se presentó una crisis (caída) de los valores de habitaciones e inmuebles que no está presente en Alemania.

El problema es que en Alemania se trabaja muy poco en cantidad y en intensidad y, además, tiene costos laborales muy elevados en relación con sus competidores y vecinos.

E-mail: asi\_castaingts@disco.com.mx

Profesor investigador IIM-UNAM

Fernando Schütte

# ¿No invertir en México?

En los últimos días mucho se ha hablado de lo poco rentable que es invertir en nuestro país y la mayoría de quienes han venido opinando se refieren a temas macroeconómicos o macropolíticos. En ello tienen toda la razón, pues cuando se advierten cuestiones tan sencillas como la falta de legalidad en que nos desarrollamos o bien en la cantidad de trabas que existen para establecer un negocio, es muy fácil entender que no sólo es poco rentable invertir en nuestro país, sino que llega a generar unos niveles de riesgo que inhiben a la gran mayoría de los inversionistas nuevos y ahuyenta a los ya establecidos.

El sector financiero hoy por hoy no ofrece los mejores rendimientos, el sector inmobiliario ofrece rendimientos altísimos, pero quienes tienen su dinero en el banco no siempre encuentran los caminos para lograr otras opciones de inversión y estas opciones adicionales enfrentan caminos sumamente sinuosos para llegar a buen fin.

¡Qué lejos estamos de tener gobiernos facilitadores! De hecho la planta burocrática ha venido aumentando en lugar de disminuir, como había ofrecido el propio presidente de la República. Esto no sólo genera una mayor carga para los contribuyentes, sino que automáticamente produce un mayor número de instancias a cumplir.

Los contribuyentes somos apenas el 11 por ciento de los mexicanos; somos nosotros quienes mantenemos a este país,

somos nosotros los obligados a contribuir, mientras muchos más disfrutan de vialidades, educación, etcétera. Recuerdo muy bien a Vicente Fox en su campaña, diciendo que no se aumentarían los impuestos, que en cambio lo que había que hacer es que más mexicanos contribuyeran con el erario. La verdad es que seguimos con una economía informal que día a día va ganando espacios y una economía formal que sufre demasiadas exigencias, ocasionando que los formales quieran volverse informales, es un buen negocio, no pagan impuestos, no tienen obligaciones laborales, la mayoría no paga renta, ni Iuz. Resulta totalmente desalentador querer emprender un negocio, tanto desde el punto de vista de la macroeconomía,

entendida por unos cuantos, como desde la microeconomía, entendida por la gran mayoría.

Mientras sufrimos con estos asuntos, en el gobierno federal continúa la preocupación por las encuestas de popularidad, y el pueblo sigue con desdago si Marilita va o viene.

Jorge Castañeda ha señalado, con mucha razón, que mientras no se encuentren reformas de fondo, quienes aspiran a la presidencia de México tendrán, a pesar de que pudieran ganar la primera magistratura, muy pocas oportunidades de sacar a México adelante. Lo que me queda claro es que nuestro país no puede seguir manteniéndose con una economía incapaz de crecer, que sin reformas como la fiscal, la

laboral y la educativa, nuestro margen de maniobra es muy estrecho. Es necesario que los partidos trabajen en reformar a México, ya que si no lo hacen, cuando hereden el poder heredarán también la miseria, la ignorancia, y cada vez un mayor riesgo.

Mientras sufrimos las denigrantes campañas políticas de los partidos mexicanos y escuchamos acusaciones mutuas, los que somos gobernados, después de vernos asqueados por el bajo nivel de quienes quieren gobernar al país, no encontramos soluciones viables en el corto plazo y no porque no las haya, sino porque la incapacidad y la falta de voluntad de políticos y funcionarios no pueden prometer mejores estadíos.

Independientemente de como se conforme la próxima legislatura, ésta tendrá que actuar con mayor responsabilidad que las anteriores, dejándose de actitudes manosas que buscan beneficios personales o de grupo, nuestros representantes deberán realizar los cambios necesarios para crecer, para hacer de México un país en donde se genere confianza para los inversionistas nacionales y extranjeros, en donde pueda haber mayores oportunidades de educación y desarrollo. Pasada la etapa de transición de estos tres años, los próximos señores legisladores serán responsables de hacer realidad el México que todos deseamos.

E-mail: schutte@terra.com.mx

Consultor y analista

## EL LICENCIADO

Antonio García



# "Déficit de crecimiento" en países industrializados

Avanzan lentamente las economías de primer mundo: John Snow

- Urge echar a andar el "motor de la prosperidad"
- Restringir el presupuesto, sugiere a Japón

NUEVA YORK, EU, 10 de junio.— El mundo industrializado sufre un déficit de crecimiento y su potencial excede con mucho su desempeño, afirmó hoy el secretario del Tesoro de EU, John Snow.

La relación entre Estados Unidos y Japón funcionó como un motor de la prosperidad en el planeta, dijo en una cena anual ante la Sociedad Japonesa en esta ciudad. "El orbe necesita ese motor funcionando con toda su potencia."

Japón fue la segunda mayor economía mundial y con mucho la más grande de Asia, manifestó Snow, quien luego señaló las dificultades actuales de ese país.

Los países industrializados están creciendo a un ritmo muy lento, lo que hace sufrir a todo el mundo, aseveró.

Snow destacó que el presidente George W. Bush tiene el objetivo de impulsar el avance económico en Estados Unidos y el extranjero.

En ningún lugar esto es más importante que en las principales naciones industrializadas,

que a través de su comercio y actividades de inversiones respaldan el crecimiento en el resto del mundo.

### Desafío

"Nuestro desafío actual es que las principales economías sufran un déficit de crecimiento y su potencial excede con mucho su desempeño." Las recetas para Japón eran conocidas, apuntó el secretario del Tesoro de Estados Unidos.

Estados Unidos sufrió problemas similares por la rigidez económica, refirió, pero se las arregló para recuperarse al desregular a la industria y restringir el presupuesto.

"Superamos ese obstáculo, y resurgimos", resaltó Snow, y aclaró que no intenta aplicar las soluciones estadounidenses a los

problemas japoneses. "Japón tiene que encontrar soluciones propias, no a través del aislamiento, sino de la apertura, el libre comercio y una voluntad legendaria."

Snow aseguró que el siguiente de un cambio en Japón, en particular la creación de la Corporación de Revitalización Industrial para reformar a las compañías, y el trabajo de la Agencia de Servicios Financieros en el sector bancario.

"Estos especialmente amado por las acciones del gobierno japonés para preservar la estabilidad del sistema financiero en el reciente caso del Banco Resona."

El gobierno japonés aprobó hoy planes para invertir 16.6 millones de dólares en fondos públicos en el grupo bancario local Resona para estimular la disminuida base de capitales.

John Snow manifestó que también estaba alentado porque el Banco de Japón trabaja más estrechamente con el gobierno.

"Tenemos altas expectativas de un fuerte crecimiento monetario como una forma de eliminar la deflación", dijo con alusión a la batalla del país para revertir la espiral deflacionaria de cuatro años. (AFP)

## Demstrar beneficios del TLCAN, pide Donald Evans

SAN FRANCISCO, EU, 10 de junio.— México y Estados Unidos comparten la responsabilidad de demostrar al mundo que el libre comercio puede beneficiar a cada uno de los ciudadanos de ambos países, dijo hoy el secretario de Comercio, Donald Evans.

Las dos naciones "deben demostrar al planeta cómo la fortaleza de nuestro desarrollo beneficia" a nuestras poblaciones.

Evans visitó una de las firmas que participan en el Taller Empresarial de la Sociedad para la Prosperidad, que concluye hoy, y aseguró que la frontera entre ambos países "tiende a desaparecer" con base en la confianza y la amistad.

"Hay asuntos de seguridad que tenemos que considerar, pero la frontera es cada vez más unida en la medida en que compartimos la integración de ideas."

En el encuentro, el secretario mexicano de Economía, Fernando Canales, afirmó que para el go-

bierno foxista es "inaceptable" que cerca de 40 por ciento de su población viva en la pobreza.

"De ahí que desarrollamos muchos esfuerzos como éste de la Sociedad para la Prosperidad, para alcanzar una equidad y un crecimiento económico que nos permitan realizar una mejor distribución de la riqueza."

Canales Cananoff informó que la Administración de la Pequeña Empresa (SBA) de EU y Malin de México firmaron hoy un memorando de entendimiento para promover las exportaciones de pequeñas y medianas compañías aztecas.

"Este es un sector muy importante de nuestra economía, porque es una gran fuente de empleos para nuestra población."

Tal convenio, junto con el que se firmó en el Taller Empresarial de San Francisco con la Corporación para Inversiones Estadounidenses en el Extranjero (OPIIC), incrementará el flujo comercial entre ambos países y con el mundo, resaltó Canales. (Notimes)

**PARA QUE TU DESARROLLO NO TENGA FRONTERAS PREPÁRATE CON LAS MAESTRÍAS DE LA UVM.**



Porque las empresas de hoy requieren de un personal altamente capacitado y preparado con calidad profesional y académica al servicio del negocio en la UVM. Cuando te prepares con nosotros, lo que se abren a tu mente.

**VEN A CONOCERNOS Y PREPÁRATE SIN FRONTERAS. SOY UNIVERSAL. SOY UVM.**

**UNIVERSIDAD DEL VALLE DE MEXICO**  
SYLVAN INTERNATIONAL UNIVERSITIES  
MEXICO • CHILE • ESPAÑA • EL CAJÓN • FRANCIA • JERUSA • SUJAZ

**MAESTRÍAS:**

- Maestría en Ciencia de la Educación con orientación en:
  - Docencia e Investigación de la Educación Superior
  - Administración e Investigación de la Educación Superior
  - Docencia y Gestión
  - Administración y Gestión
- Maestría en Ingeniería de Sistemas con orientación en:
  - Grandes Redes de Información y Transporte
  - Optimizaciones y Tareas de Decisiones
  - Sistemas de Información
- Maestría en Administración con orientación en:
  - Comunicación Estratégica
  - Decisiones del Factor Humano
  - Financiera
- Maestría en Administración de Sistemas de Calidad
- Maestría en Derecho Fiscal
- Maestría en Finanzas
- Maestría en Mercadotecnia de Negocios Turísticos
- Maestría en Comercio Exterior
- Maestría en Administración de la Capacitación del Capital Humano
- Maestría en Economía Aplicada a los Negocios
- Master en Dirección de Empresas Constructoras e Inmobiliarias
- Master en Business Administration (Global MBA)
- Master of Science in Administration

11 800 888 6010 / www.uvmnet.edu

**En Bansefi no importa cuánto puedes ahorrar... sino cuándo puedes empezar.**

- ✓ Excelentes planes de Ahorro
- ✓ Sorteos de miles y miles de pesos
- ✓ Las mejores tasas de interés
- ✓ Atención personalizada
- ✓ Sin trámites complicados



Acude a cualquiera de nuestras sucursales. Mayores informes al 54 81 34 83 y Lláma sin costo 01 800 900 2600 (línea a viernes de 9:00 a 17:00 horas)

**Ahorrar... es Poder**

Banco del Ahorro Nacional y Servicios Financieros S.A. de C.V.

BanSEFI

PROYECTO DE LA GESTIÓN



11 de junio de 2003

ANALISIS
Sociedades de Inversión y Finanzas Personales

El Financiero 5

Los mercados emergentes se vuelven más atractivos: Koehler

Bloomberg Rusia, Ucrania, México y otros países con mercados emergentes...

Los mercados maduros están inundados de liquidez y cada vez más y más países con mercados emergentes...

Los inversores que esquivaron a Ucrania, Rusia y otros mercados emergentes...

El capital fluye Koehler dijo que los países que están en condiciones de atraer capitales...

Una lección importante, a partir de la experiencia, es que los países necesitan confiar más fuertemente en el ingreso de capital de largo plazo...

Ayer, México reunió 750 millones de euros (879 millones) en la primera emisión de bonos en euros...

tivos en moneda europea, que creció 25 por ciento contra el dólar el año pasado...



MONEX OPERADORA DE FONDOS, S.A. DE C.V.
INTEGRACION DE CARTERAS AL 31 DE MAYO DE 2003
(CIFRAS EN MILES DE PESOS)

Table with 3 columns: Monex 1, Monex 7, Monex RV. Each table lists assets and liabilities in Mexican pesos.

Table with 3 columns: Monex 28, Monex US, Monex 1M. Each table lists assets and liabilities in Mexican pesos.

- MONEX CASA DE BOLSA, S.A. DE C.V.
SUCURSALES
MEXICO, D.F.
MONTERREY, N.L.
GUADALAJARA, JAL.
TORREON, COAH.
MERCIDA, TUC.
NATEPEG, BGO. DE MEX.
MONCLOVA, COAH.
ZACATEPEC, AGU.
HAPAZARQUE, TAMPS.
QUERETARO, QRO.
PACHUCA, HGO.
LEON, GTO.
PUERBA, PUE.

EL PRESENTE ESTADO DE VALUACIÓN DE CARTERA... ESCALA DE CALIFICACIONES
ADMINISTRACIÓN Y CALIDAD DE ACTIVOS
Calidad y diversificación de la cartera
administrativa y cuantía del patrimonio.



**ANÁLISIS ECONÓMICO**

## Estados Unidos, España y Francia, principales inversionistas en la industria turística de México

**Los tres países han aportado 78 por ciento de la Inversión Extranjera Directa en los últimos cuatro años**

El sector turismo de México ha sido un imán importante para los inversionistas de Estados Unidos, España y Francia, que en conjunto han aportado 78 por ciento de la Inversión Extranjera Directa (IED) en los últimos cuatro años.

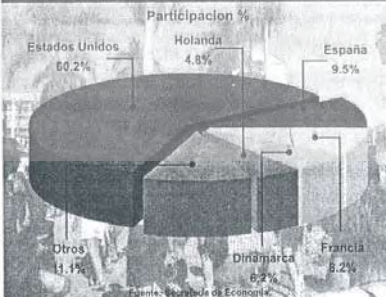
El total de la IED materializada en actividades relacionadas con el turismo entre 1999 y 2002 ascendió a dos mil 309.8 millones de dólares, y de esos recursos Estados Unidos aportó el 60.2 por ciento, España el 9.5 y Francia el 8.2 por ciento.

Las cifras más recientes de la Secretaría de Economía permiten observar que los servicios de hoteles de lujo son los que han ocupado el primer lugar en cuanto a captación de IED materializada en los últimos cuatro años, ya que acumuló en ese lapso un total de 699.3 millones de dólares.

Otro rubro importante es el de los servicios de alquiler, compra, venta y administración de bienes inmuebles, que con un monto de 568.2 millones de dólares ocupa el segundo lugar en cuanto a atracción de capitales foráneos, y en tercero están los servicios de administración de aeropuertos y helipuertos, con un total de 341.5 millones de dólares acumulados en el periodo referido.

Al cierre de diciembre de 2002 se contó con el registro de tres mil 598 empresas con Inversión Extranjera Directa ubicadas en

### INVERSIONISTAS EN EL SECTOR TURISMO



En los principales destinos turísticos del país se encuentra siempre presente la participación de capital extranjero de origen estadounidense, nación que ha tenido la visión de desarrollar negocios en el sector.

actividades relacionadas con el turismo, lo cual representa 14 por ciento del total de sociedades con capital foráneo establecidas en el país.

Esto indica la relevancia que tiene el capital foráneo en la formación de empresas extranjeras en el ramo; nuevamente, Estados Unidos ocupa la primera posición con un total de dos mil 43 empresas, en segundo se encuentra Canadá con 240, le siguen Italia con 192 y España con 177 firmas.

Por otro lado, se observa que las entidades que han sido mayormente beneficiadas por el establecimiento de empresas con IED en las actividades turísticas, son el Distrito Federal, Quintana Roo, Baja California Sur y Jalisco.

Hasta diciembre de 2002, en el Distrito Federal se dio un registro de 966 empresas, en Quintana Roo se han establecido 706 empresas, que representan 19.6 por ciento; en Baja California Sur se registran 681, esto es, 18.9 por ciento, y en Jalisco se tiene el establecimiento de 298 empresas, lo que significa el 8.3 por ciento del total.

Entre las ventajas que muestra México para la captación de capitales extranjeros destaca la gran cantidad de destinos turísticos, la calidad de los servicios y la generación de dólares, principalmente.

**El total de la IED materializada en actividades relacionadas con el turismo entre 1999 y 2002 ascendió a dos mil 309.8 mdd**

Marvella Collin

Área de Análisis Económico E31 olivia@elfinanciero.com.mx

**centro de estudios fiscales, s.c.**  
**cefa** www.cefa.com.mx

---

**EL FISCAL**

Aspectos fiscales fundamentales de los Pagos a Residentes en el Extranjero

25 y 26 de Junio de 9 a 14 hrs. Lic. Sergio Ramírez Martínez

Reformas a la Ley del IVA

26 de Junio de 9 a 14 hrs. C.P. Agustín Córdoba García

Análisis Integral de los Requisitos Fiscales de las Deducciones

26 y 27 de Junio de 9 a 14 hrs. C.P. Marco Antonio Flores Santos

Integración del Salario para IMSS e INFONAVIT

26 y 27 de Junio de 16 a 21 hrs. C.P. Marco Antonio Flores Santos

La Construcción y sus efectos en Seguro Social e INFONAVIT

26 y 27 de Junio de 9 a 14 hrs. C.P. José Manuel Morúa Cancino

Impuestos Diferidos D-4

27 de Junio de 16 a 21 hrs. y 28 de Junio de 9 a 14 hrs. L.C. Juan Francisco Pulido Avalos

Informes e Inscripciones: **5536-5600** con 18 líneas

Nuestros cursos tienen validez para el Programa de Educación Profesional Continúa ante el Colegio de Contadores Públicos de México, A.C. CCPM E018 D998

# Tijuana

Donde las tradiciones de México conviven...

En tu próxima visita a Tijuana date tiempo para conocerla.

Visita la famosa Avenida Revolución llena de colores y sabores.

Prueba la ensalada Caesar de origen tijuaneño y disfruta de sus extraordinarios restaurantes.

Quédate y hospédate en cualquiera de nuestros hoteles y conoce la calidez de nuestra gente.

¡Nos Vemos Aquí!

**01 800 025 0888**

www.enatijuana.com  
http://sectijuana.com





# México, principal receptor del financiamiento internacional

□ Coordinación entre políticas fiscal y monetaria, determinante: BIS

- Prevé crecimiento del PIB de 2.2 e inflación de 4.2%
- Ajustes en variables de EU, vulnerabilidad mayor

Alicia Salgado

La principal vulnerabilidad de la economía mexicana es su gran sensibilidad a los ajustes que puedan seguir experimentando la cuenta corriente de la balanza de pagos o el déficit fiscal, así como la corrección del desequilibrio de demanda que se presenta en Estados Unidos, establece el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés).

Sólo en una muestra de más de 40 economías, incluyendo las europeas, la sensibilidad del peso frente al dólar por cada unidad de depreciación de esta última moneda, la nuestra se mueve 1.24 por ciento, reflejando el grado de integración que tiene la cuenta corriente.

Subraya que la economía mexicana continúa siendo la principal receptora de crédito y financiamiento procedente de la banca internacional y del mercado de bonos a países emergentes.

Esto, en gran parte, por la estabilidad financiera conseguida en momentos de aumento en la aversión al riesgo global, y también porque el diferencial de tasas de interés resultó atractivo para México como emisor y para los fondos como tomadores del papel.

El BIS anticipa que la depreciación del dólar frente al euro, que registra 25 por ciento, podría contenerse si el impulso de la producción y el crecimiento económico permite ajustar los déficits de Estados Unidos, pero advierte que la posibilidad de una devaluación mayor está presente, y ese riesgo tendría un impacto importante en México por la ventaja competitiva del ajuste.

Agrega que aun cuando han resentido los efectos de la desaceleración económica de Estados Unidos y aumentó el riesgo de depreciación cambiaria, México se ha mantenido, junto con Chile, como uno de los principales destinos del financiamiento internacional, por la calidad de grado de inversión que ha conservado.

Pero en especial por la coordinación que han mostrado las autoridades fiscales y monetarias para mantener sólidos fundamentos económicos.



Considera que hacia delante, más que en fundamentos financieros como la relación de la deuda externa respecto al PIB o al monto de las exportaciones, la inversión estará más concentrada en las ganancias de productividad que presente esta economía frente a otras.

La rentabilidad será el elemento definitivo para inducir mayores flujos de financiamiento y capitales provenientes de fondos de pensiones o de inversionistas institucionales y bancos, argumenta.

“Los bancos globales han reducido su exposición en economías emergentes. En el caso de México, esto no ha sucedido porque tienen una mayor presencia nacional y el flujo de crédito se continuará expandiendo desde dentro del país, no desde fuera”, indica el BIS.

### Incertidumbre

En México, las restricciones crediticias externas fueron menos severas que en otros países emergentes, especialmente latinoamericanos, porque la administración respondió a la debilidad de la demanda externa relajando la política monetaria.

Mientras las tasas en ambas economías cayeron en forma importante, el crecimiento del crédito bancario se expandió de forma significativa en México.

Estima que hacia delante, los flujos de crédito dependerán más de las ganancias en productividad y del avance en las reformas estructurales que realicen los países, sujetas sobre todo a negociación política, que de los índices o montos de endeudamiento.

El potencial de rentabilidad de la inversión o el fortalecimiento de las tasas de ahorro interno y los mercados de deuda domésticos serán decisivos, agrega.

El crecimiento económico, esperado por el BIS para 2003 en México es de 2.2 por ciento, en tanto que prevé que la inflación al cierre de año se ubicará en promedio en 4.2 por ciento.

Por otra parte, Nout Wellink, presidente del BIS, señaló ayer, al inaugurar la asamblea general que reunió a más de cien banqueros centrales del mundo en Basilea, Suiza, que la economía global parece haber perdido impulso, a pesar del importante estímulo fiscal y monetario del último año.

Al comentar que aún prevalece la incertidumbre respecto a la evolución económica global en el futuro cercano, Wellink dijo que la baja inflación y las ganancias que en materia de credibilidad ha acumulado la comunidad de banqueros centrales, ha permitido a estas autoridades responder vigorosamente para impulsar la demanda global.

“No obstante, es claro que la reciente desaceleración económica ha sido inusual si se la compara con otras fluctuaciones o ciclos de negocios del periodo de la posguerra.”

Lo anterior impone un desafío importante a la comunidad internacional para facilitar la corrección de desequilibrios que prevalecen en las principales economías y no dotar de una fuerte motivación a los mercados.

## CONTEXTO

### Ratifica Moody's rating a la deuda soberana

La calificadora Moody's Investor Services ratificó el grado de inversión de la deuda soberana de México en Baa2, con perspectiva positiva, al subrayar que la integración de la economía mexicana a la de los socios comerciales del NAFTA es el principal apoyo de dicha calificación.

Advertió que los requerimientos para financiar su desarrollo económico se convierten en la principal limitante para nuevos ascensos en la categoría de grado de inversión, especialmente porque el progreso en la realización de la reforma fiscal ha sido más lento de lo que se esperaba.

“Moody's ha considerado que ni la calificación o la perspectiva positiva están sujetas a la aprobación de la reforma, porque el Congreso y la rama Ejecutiva tendrán que aprender a negociar y generar consensos como parte del tránsito de un sistema dominado por un partido a uno multipartidista. Ese es un proceso que toma tiempo para asimilarse”, puntualiza.

En la actualización de la calificación sobre México emitida ayer por la unidad de riesgo soberano, Ernesto Martínez-Alas, vicepresidente y analista crediticio de Moody's, señala que los indicadores de solvencia financiera de nuestro país han mejorado, a pesar de la contracción económica en los últimos dos años.

Comenta que esto también es producto de la integración del país al NAFTA, porque los flujos de inversión extranjera directa, además de financiar casi por completo el déficit en la cuenta corriente, se duplicaron en la última década como proporción del PIB a 3.1 por ciento y la participación de esos flujos en la formación fija bruta de capital aumentó a 14.1 por ciento.

El NAFTA no protege a México de la competencia externa al bloque comercial, pero la amplia gama de exportaciones que van desde alta tecnología hasta productos tradicionales, donde estos últimos pesan menos, muestra una posición externa saludable que hoy está afectada por la contracción del ciclo económico en Estados Unidos.

Agrega que el grado de correlación entre ambas economías es de 0.84 por ciento, por lo que la convergencia en materia de inflación y tasas de interés solo sobreviva la integración y crecimiento “hasta a tiempos” de los ciclos económicos. Ello implica la transmisión de ajustes de...



## DOCUMENTOS

OBJETIVO: Información confidencial para la Tesis de Investigación

MUESTRA 1: DOCUMENTO NÚMERO DOS

TITULO 1: Revista NEGOCIOS

Revista mensual editada por la Dirección de comunicación social de BANCOMEXT

PUBLICACIÓN: Mes de Mayo 2003.

TITULO 2: Revista EJECUTIVOS DE FINANZAS, EL PODER DE LOS NEGOCIOS

Revista mensual editada por el INSTITUTO MEXICANO DE EJECUTIVOS EN FINANZAS.

PUBLICACIÓN: Mes de Junio 2003.

TITULO 3: Revista EJECUTIVOS DE FINANZAS, EL PODER DE LOS NEGOCIOS

Revista mensual editada por el INSTITUTO MEXICANO DE EJECUTIVOS EN FINANZAS.

PUBLICACIÓN: Mes de Julio 2003.







# Aumenta Inversión alemana en México

Por Abigail Hernández G.

**E**n menos de diez años, la inversión directa alemana en México se sextuplicó prácticamente al pasar de 500 millones de dólares en 1994, a 3,200 millones de dólares en 2002, y sigue en aumento.

Son inversiones hechas por empresas que vienen para quedarse en el país porque cuentan con un proceso de producción para abastecer tanto al mercado

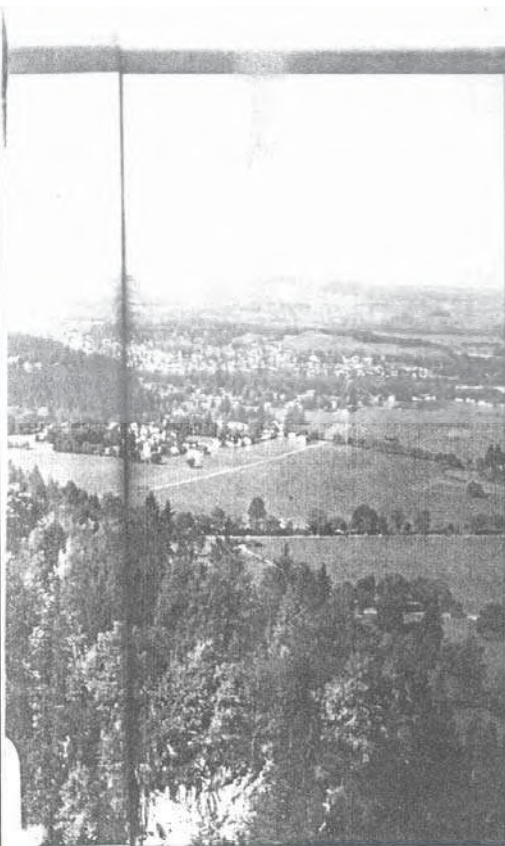
interno como al norteamericano. Son industrias principalmente del sector eléctrico, electrónico y automotriz, así como la química farmacéutica.

Pero a su vez el mercado alemán es también una buena opción para los productos mexicanos, pues la relación comercial se ha mantenido "estable" en los últimos años, a pesar de que es deficitaria en proporción de 4 a 1 para México y de que Alemania enfrenta un serio problema económico que ha

sido considerado como su mayor crisis desde la Segunda Guerra Mundial.

Francisco N. González Díaz, Consejero Comercial de Bancomext en Alemania, hizo para **Negocios** una detallada exposición sobre las relaciones comerciales entre ambas naciones, así como sobre las oportunidades que se abrirán para los productos mexicanos al incorporarse a la Unión Europea 10 países más de Europa del Este, en 2004.





el automotriz, que es el más fuerte de todos, así como en la rama químico-farmacéutica, que "está entrando fuertísimo".

Puede señalarse que de acuerdo a su ubicación geográfica, las empresas con inversión alemana se localizan principalmente en el Distrito Federal, y en los estados de México, Quintana Roo, Puebla y de Jalisco.

nómica por la que atraviesa, la cual ha sido considerada como la mayor desde la Segunda Guerra Mundial, pues no ha logrado bajar su tasa de desempleo, la cual asciende a 4.5 millones de desempleados.

Pero Alemania, en esta crisis que enfrenta, ha bajado en general su relación de comercio mundial. Incluso, consideró que México no ha sido tan

**"De 1994 al 2002, la inversión germana en el país pasó de 500 millones de dólares a 3,200 millones de dólares"**

Asimismo, al referirse al intercambio comercial entre México y Alemania, apuntó que se ha mantenido estable, aunque la relación en cuestión de importaciones y exportaciones ha sido más o menos de 4 a 1, deficitaria para nuestro país. Citó que las ventas mexicanas fueron más o menos, de 1,500 millones de dólares, mientras que las de Alemania a México ascendieron a seis mil millones de dólares.

González puntualizó que entre las causas que no han permitido que crezca la participación mexicana en tierras teutonas, se encuentran el que el mercado germánico es muy estable poblacionalmente y no crece (tienen 80 millones de habitantes), y la crisis eco-

lastimado por ella, porque inclusive ha aumentado las ventas de algunos productos como son alimentos procesados y frescos.

Al responder si existe ya algo en firme sobre traer a pequeñas y medianas empresas alemanas a México y viceversa, el Consejero de Bancomext explicó que durante la pasada visita del Presidente Vicente Fox a Alemania sostuvo pláticas con el Canciller Gerhard Schröder y acordaron impulsar a las Pymes tanto de uno como de otro país.

"Hay una cantidad enorme de empresas pequeñas y medianas (Pymes) alemanas que son de tamaño semejante a las mexicanas, por lo que se busca

Luego subrayó que la inversión alemana en México ha aumentado impresionantemente y "sigue en aumento". Al pedirle que citara cifras, indicó que de 1994 al 2002, la inversión germana en el país pasó de 500 millones de dólares a 3,200 millones de dólares. "Esta es inversión directa". A estas cifras, dijo, habría que sumarle las que provienen de empresas subsidiarias alemanas que están establecidas en Estados Unidos, Holanda y otros países.

Hizo énfasis en que las empresas alemanas establecidas en México "tienen para quedarse", no son maquiladoras que pueden abrir y cerrar. Vienen, agregó, con un proceso de producción para abastecer primero el mercado mexicano y en segundo lugar, a cubrir también el norteamericano.

Mencionó después que las empresas alemanas establecidas en México se dedican básicamente a la manufactura en los sectores eléctrico y electrónico,

**Relaciones comerciales México-Alemania**

<p><b>E</b>n el año 2001, las exportaciones mexicanas a Alemania confirman a nuestro país como su segundo proveedor latinoamericano, únicamente precedido por las importaciones alemanas de productos mexicanos son autos y partes para</p>	<p>autos. Otros productos importantes pertenecen al sector químico-farmacéutico y metalmeccánico. De hecho nuestro país es el primer proveedor de café orgánico y el segundo de miel de abeja, después de Argentina ido por Brasil y superando</p>	<p>a Chile y Argentina. Hasta septiembre de 2002 muestran que Alemania ocupó el cuarto lugar como destino de los productos mexicanos, habiendo sido precedido por Estados Unidos, Canadá y España. Asimismo, más del 40% de las y por encima de China.</p>
---	--	--

O crisis tal. Dijo, así en una de las sesiones que se celebró en



que tengan entre ellas desde sistemas de asociación hasta alianzas estratégicas. Lo que queremos al final de cuentas es que las Pymes alemanas como las mexicanas se establezcan en uno y otro país", indicó.

Esta participación, añadió, ha sido apoyada a través de diversos esquemas en los que también Bancomext participa, como es el denominado fondo MIF, a través del cual se ayuda a los empresarios hasta con capital.

**¿De qué forma colabora Bancomext con los empresarios para ayudarlos a encontrar sus nichos de mercado?**

"Tenemos un esquema de investigaciones de mercado que abarca una cantidad inimaginable de productos que van desde materiales de construcción no tradicional -donde los mexicanos han desarrollado tecnología para elaborar productos reciclados- hasta velas decoradas, atomizadas, joyería, artículos de barro, vidrio, cerámica y

hasta chimeneas de barro que se utilizan como parrillas de asar en terrazas y jardines".

### El Atlántico una barrera

Consideró González que para muchos empresarios mexicanos todavía el "brincar el Atlántico y llegar a un país con otro idioma constituye una barrera. Una barrera, que no es infranqueable, pero es una barrera".

**"Está restringido el comercio, la inversión, pero... se sigue moviendo el mundo. La VW se está moviendo y está jalando a otras empresas"**

Bancomext, subrayó, está tratando de que "den ese brinco" y para ello ha puesto en marcha un nuevo producto Pyme Internacional, a través del cual el Banco pone a un agente de comercio exterior a representar a una empresa con sus proyectos y productos y trabaja en ello durante seis meses. En Alemania hay ya varias empresas mexicanas que a través de este programa han enviado muestras de sus productos, se habla ya de contratos con posibles compradores y hay ya algo más claro en blanco y negro, comentó.

### Proyectos de inversión

Al hablar sobre las perspectivas del comercio entre ambas naciones, González dijo que en el caso de las exportaciones mexicanas es muy importante que la economía alemana se recupere para que puedan incrementarse las ventas. Indicó enseguida que se tiene estimado que a mediados del 2004 se presente el repunte en la economía alemana.

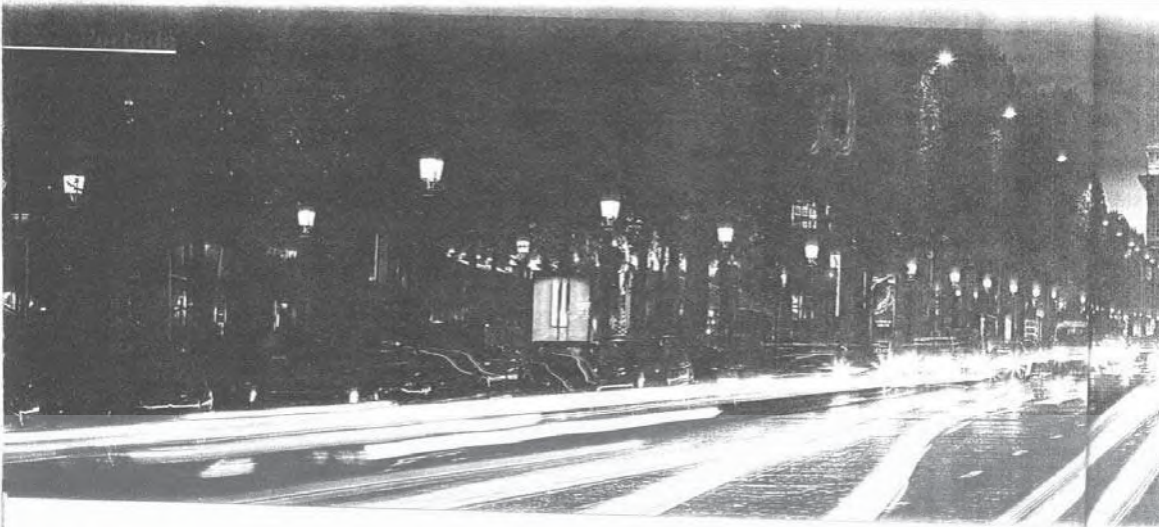
Un repunte en la economía alemana -que es una de las más fuertes del mundo- aunque sea del orden del 2.5% al 3%, que es el esperado, jala, pues sigue siendo un imán, el motor de la Unión Europea. Y esto va a multiplicar en Europa un movimiento grande para



Foto: José Juan Rojas

Francisco N. González Díaz, Consejero Comercial en Alemania





# Francia pisa fuerte suelo mexicano

Por Abigail Hernández G.

**M**éxico pone sus ojos en Europa, un gigante comercial de primer nivel con elevado poder adquisitivo, en un esfuerzo por continuar cada vez más con la diversificación de sus mercados. En este contexto Francia lo considera un país con sólido crecimiento que se ha convertido en su segundo socio comercial en América Latina.

Asimismo, aún cuando el incremento en el comercio entre Francia y México ha sido "moderado" en estos últimos años, las exportaciones francesas hacia territorio mexicano

crecieron de 3.5% en 2001 a casi 6% durante 2002.

Sin embargo, el volumen total del intercambio entre ambas naciones es considerado "muy pequeño", comparado con el que tienen los mexicanos con Estados Unidos, señalaron a **Negocios** Michel Bichot y Jean-Luc Ferrant, presidente y director general, respectivamente, de la Cámara Franco Mexicana de Comercio e Industria (CAMFRANCOMEX).

Al respecto, Bichot indicó que existe una relativa debilidad de presencia francesa y europea en Latinoamérica, y en México en especial, y como ejemplo citó que "aunque nuestro país es el

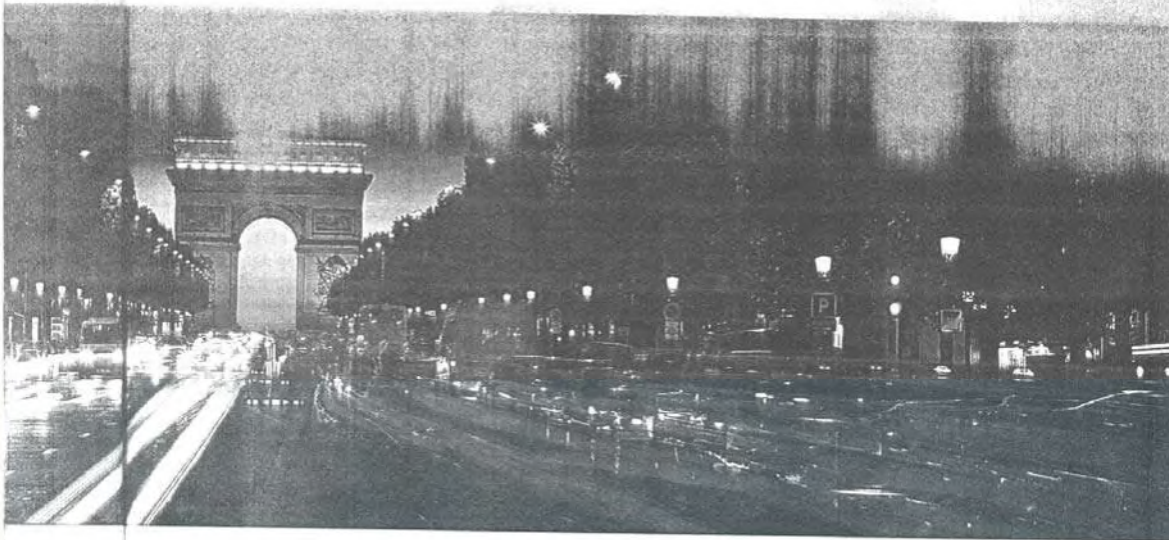
segundo socio comercial de Francia en esta región, el volumen total del intercambio apenas sobrepasa los dos mil millones de dólares anuales."

Luego añadió que de esa cifra, 1,600 millones de dólares corresponden a las exportaciones galas hacia México y unos 600 millones de dólares son importaciones de productos mexicanos.

México ha decidido diversificar su relación comercial y "no poner todos los huevos en la misma canasta" en su relación internacional, y Europa es un gigante comercial de primer nivel, mayor inclusive en términos de población, de volúmenes, de poder adquisitivo, expresó Bichot.

Ferrant, por su parte destacó, que "existen 750 empresas con capital





francés establecidas en territorio mexicano -incluido el pequeño restaurante-, las cuales en su conjunto tienen una inversión de 600 millones de dólares".

Simultáneo después que la inversión francesa en México, según la Secretaría de Economía, se ubica entre un 2% y un 3%, pero para la CAMFRANCOMEX es de 5%, debido a que ellos incluyen los capitales que llegan a través de las filiales francesas establecidas en otros países, como por ejemplo Carrefour, que está registrada como de Holanda; Auchan, como de España o Thompson, de Estados Unidos.

**"Las ventas de las empresas francesas en la nación mexicana ascienden a 12 mil millones de dólares anuales y generan en promedio 80 mil empleos directos"**

**Empresas generadoras de empleo**

A su vez, Michel Bichot resaltó después el hecho de que la mayoría de las 40 empresas más fuertes de Francia ya se encuentran establecidas en México y que esto comprueba no sólo la veracidad del mercado mexicano, sino

también el interés de todos los sectores de su país por estar presente en suelo mexicano.

"Las ventas de las empresas francesas en la nación mexicana ascienden a 12 mil millones de dólares anuales y generan en promedio 80 mil empleos directos", enfatizó.

**Nuevas Inversiones**

Las empresas francesas trabajan actualmente en todos los sectores económicos de México y muchas de ellas piensan incursionar o ampliar su participación en los negocios. Al respecto, la Cámara Franco Mexicana de Comercio e Industria dio a conocer que:

- **Accord.** Presente en el ramo de las prestaciones al fabricar vales de despensa y para gasolina,

ha decidido abrir en el país hoteles de negocios, en donde el costo de la habitación es mejor que los que ofrece Fiesta Inn.

- **Carrefour,** empresa que ocupa el segundo lugar en distribución a nivel mundial, pero cuya presencia en el país es raquítica, abrirá diez tiendas más en esta capital y otras 15 en todo el país.
- Los bancos mexicanos están contemplando el

poner chips, como los que tienen las tarjetas telefónicas, en las tarjetas de crédito para hacerlas más seguras. La B Smart de Banamex ya lo utiliza.

- Asimismo, se contempla la posibilidad de crear tarjetas con chips para pagar en las autopistas, prepagar la luz y el agua.

- Esta tecnología (chip) pudiera ser usada también en las tarjetas del Seguro Social, pues



el chip puede contener el historial del paciente.

- Se fabricarán nuevos medidores especiales para agua.

O

del  
dos  
600  
en a  
no y.  
y ma  
os.  
de su  
odos  
en  
compa  
mece  
de  
oda  
que  
piva

2003

Negocios

15





Foto: José Juan Flores

Michel Bichot, presidente de CAMFRANCOMEX

**Buena salud económica**

El director general de la Cámara Franco Mexicana de Comercio e Industria destacó luego que la confianza que existe en los mercados hacia México es resultado del buen comportamiento que hay del PIB como de las exportaciones, pues cuando estos dos elementos progresan al mismo tiempo, ello representa una "nota de salud" del comportamiento de la economía.

"Las previsiones que nosotros tenemos del Servicio Comercial de la Embajada francesa es que el crecimiento del PIB mexicano en 2003 será de alrededor del 2% y las exportaciones del 4% y esto es muy positivo para la relación entre Francia y México", manifestó Ferrant.

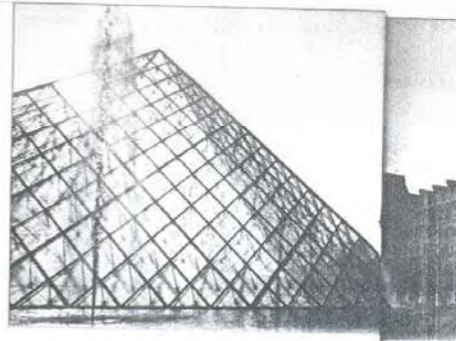
Al retomar la palabra, Michel Bichot dijo que entre los factores que influyeron en la confianza que tiene Francia en México, es que ha podido superar en forma duradera su problema

Es muy importante destacar, reiteró después Ferrant, que los capitales franceses no vienen sólo por que el peso está fuerte o en busca de refugio porque las cosas no están bien en América Latina; ni tampoco es "inversión city", que no genera empleos, sino todo lo contrario.

Posteriormente, el director general de la CAMFRANCOMEX manifestó que tan sólo el sector automotriz representa más del 80% de las exportaciones francesas a México, sobre todo con el regreso de la marca Renault y la entrada de Peugeot.

al caer un 16.5% las exportaciones que realiza hacia tierras aztecas. Esto es muy significativo y no tiene que ver con la deflación del mercado de la maquila, pues la disminución de este sector fue de apenas 1.8% durante el lapso 2000-2002. Este descenso tiene que ver con el "cambio" que hay en México hacia más productos europeos, lo cual hizo ganar a la Unión Europea un 1.5% dentro del mercado mexicano.

"Pero la mayoría de los puntos que perdió Estados Unidos no fueron totalmente ganados por Europa, sino por



**"Entre los factores que influyeron en la confianza que tiene Francia en México, es que ha podido superar en forma duradera su problema de inflación, la cual ha bajado paulatinamente"**

**Caen las exportaciones de EU 10 puntos**

En otra parte de la entrevista, Jean-Luc Ferrant comentó que en los últimos dos años (2000-2002) Estados Unidos perdió 10 puntos del mercado mexicano,

Asia, cuyas ventas hacia territorio mexicano crecieron un 60%. Esta situación no es muy normal, si se toma en cuenta que con los países de la Unión Europea hay un tratado, pero con las naciones asiáticas no".

de inflación, la cual ha bajado paulatinamente; que el déficit corriente se redujo, entre 1994 y 2002, del 30% al 18%; que sus reservas internacionales están más allá de los 46,000 millones de dólares y que la deuda externa está mejor controlada. "México se está consolidando como un país sólido"

**Fortaleza del peso debilita exportaciones**

Enseguida, agregó el presidente de la CAMFRANCOMEX que uno de los puntos negativos de la economía mexi-



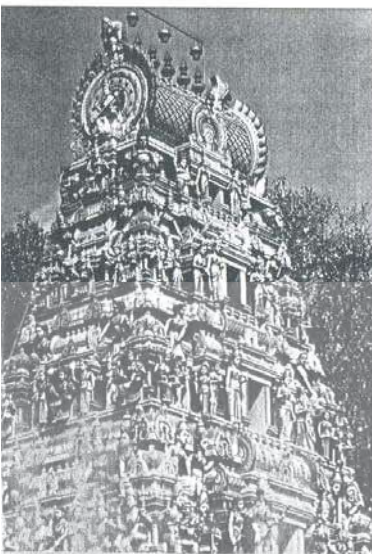
## Especial

# India:

## un inmenso mercado

Por Andrés Tamariz,  
enviado especial

**N**ueva Delhi, India. Mil veinticinco millones de habitantes que comen chiles verdes y tortillas de harina —diez veces más que en México—, con más ricos que Francia, a pesar de que el ingreso per cápita es de la mitad que el de los chinos y diez veces menos que los mexicanos.



Ignorar estas realidades es poner en riesgo nuestro negocio en el largo plazo. Los indios, al igual que los chinos, van a llegar a México. Debemos nosotros dar el primer paso para buscar incorporarnos a ese mercado. Tal vez compremos artículos complementarios a nuestra línea y vendamos aquellos en los que somos más competitivos o se nos presenta un nicho interesante.

La sutil diferencia es que si nosotros nos acercamos a la India, nos pueden maquilar lo que pidamos, si nos sentamos a esperar, ellos nos van a llegar a vender.

Existen oportunidades para nuestros fabricantes de alimentos (desde pan blanco hasta chicles) productores del campo (garbanzo y lentejas), manufacturas (tubos, perfiles, cables, conexiones, transformadores y partes automotrices), minerales (plomo, estaño, molibdeno, níquel, tungsteno, platino y bismuto), así como productos farmacéuticos y artículos de decoración por sólo mencionar algunos rubros.

En un mercado de ese tamaño hay demanda por casi todos los productos, lo que hay que ver es si nuestra empresa

**Es una sociedad que importa grandes cantidades de petróleo y exporta acero, que viene saliendo de una economía socialista**

Este inmenso mercado apenas empieza a despertar a las marcas y productos extranjeros. Las empresas automotrices y de electrónica están apenas invirtiendo en fábricas. Muy probablemente los primeros que lleguen se van a apoderar del mercado y, si los mexicanos no reaccionamos, se van a cerrar los espacios y entonces van a competir directamente en lugar de complementarnos.

tiene algún valor agregado (diseño, mercadotecnia, tecnología), que nos permita competir y, sobre todo, buscar vender productos más sofisticados y comprar aquellos que son intensivos en mano de obra, en donde no podemos competir por costo.

India es un país que no tiene el concepto de supermercados, las tiendas más grandes son tiendas de esquina y gran parte de la distribución es por


Mayo 2003





economía socialista y necesita urgentemente aprender los aspectos cruciales respecto a la mercadotecnia, diseño y distribución de los productos.

Atacar un mercado de más de mil millones de personas requiere de establecer una cabeza de playa. Hay que viajar y conocer el país, decidir si vamos solos o si conseguimos un distribuidor o socio local, hacer pruebas de mercado para ajustar el producto y, finalmente, hacer un plan a largo plazo considerando que es un mercado diez veces más grande que México.

No hay que perder de vista que gran parte de la comercialización se realiza en los mercados y por tanto dentro de la economía informal. Por esta misma razón existe también menor propensión a dar crédito, hay que recordar que en los mercados el efectivo es el rey. 

medio de los mercados. Los alimentos frescos en muchos casos se compran diariamente. Muchos de nuestros fabricantes de alimentos se encuentran con conceptos mucho más adelantados de distribución y mercadotecnia.

Es un mercado que tal vez no necesite las estufas coreanas supermodernas, sino un concepto más confiable

y robusto, al que estamos mucho más acostumbrados que japoneses, coreanos o europeos. Necesita llantas y amortiguadores que aguanten hoyos y no estén diseñados para carreteras de concreto.

Es una sociedad que importa grandes cantidades de petróleo y exporta acero, que viene saliendo de una

## Cómo comportarse

**L**as comidas y las cenas son las más comunes y adecuadas para desarrollar una mejor relación de negocios, mientras los desayunos no lo son. Los hoteles ofrecen los mejores restaurantes para hacer negocios. Generalmente la persona que extiende la invitación es la que paga, no obstante, el empresario indio mostrará su deseo de pagar. Cuando no comen con cubiertos, los indios comen con la mano derecha, nunca con la izquierda. Lo común es que los extranjeros

coman siempre con cubiertos tradicionales. Los indios que



pertencen a la religión hindú, no comen carne roja y la vaca es sagrada para ellos. Los indios musulmanes no comen carne de puerco. En las comidas generalmente no se toman bebidas alcohólicas, pero en las cenas sí se acostumbra


tomar licores como whisky, vinos de mesa o cerveza.

### Visitas a residencias particulares

Los indios son hospitalarios y gustan de hacer amistad con los extranjeros. Es costumbre quitarse los zapatos al entrar a una casa, un templo y, en pocos casos, a una oficina. Cuando uno

es invitado a una casa es un buen gesto llevar un regalo, unos chocolates, un artículo decorativo, pero nunca una figura humana ya que su religión no les permite exponerla.

### Obsequios

Al terminar la reunión de negocios pueden entregarse los obsequios. Cuando se concluye el primer encuentro, el regalo se sugiere que no sea costoso. Evite también dar obsequios de figuras humanas. Cuando se ha terminado la negociación se dan regalos de mayor valor como una botella de coñac o whisky. (A.T.) 



COYUNTURA ECONÓMICA



# Capital de riesgo en México: perspectivas

Segunda y última parte

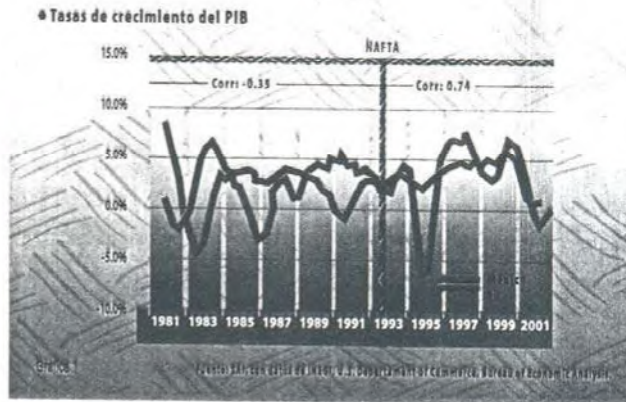
Hernán Sabau García\*

En el artículo del mes de marzo argumentamos la necesidad de contar con una fuente de financiamiento sostenida para las Pequeña y Mediana Empresa (Pymes), y dijimos cómo el capital de riesgo podría desempeñar un papel importante en este sentido. Hablamos de que debemos buscar la canalización de recursos hasta de 3 mil millones de dólares anuales, o bien 0.5 por ciento del Producto Interno Bruto (PIB). Esta sería una fuente de capital para las Pymes que, si bien no satisfaría todas sus necesidades de financiamiento, sí aportaría un monto importante.

En este segundo artículo, nuestro argumento central consiste en que México representa hoy una gran oportunidad para la inversión de capital de riesgo, dada la estabilidad macroeconómica que ha alcanzado. Así, la preocupación de los inversionistas de capital de riesgo, de obtener rendimientos importantes en divisas duras, se cumpliría con holgura en nuestro país.

### México, oportunidad para el capital de riesgo

México representa una oportunidad inigualable para inversiones de capi-



tal de riesgo. A partir del establecimiento del Tratado de Libre Comercio de Norteamérica (TLCAN) se ha dado una evidente convergencia e integración de la economía mexicana con la de Norteamérica. Asimismo, es clara la separación económica del resto de América Latina.

La gráfica 1 muestra la correlación del crecimiento del PIB entre México y Estados Unidos. Antes del tratado, la correlación era sorprendentemente negativa; después de él, es alta y positiva. La

gráfica muestra el grado de integración económica con Norteamérica.

### Exportaciones mexicanas a EUA

En 1993 México exportaba a Estados Unidos lo mismo que el resto de Latinoamérica, Gran Bretaña y Francia juntos, que China y Singapur juntos, y 20 por ciento menos que Corea, Taiwán y Hong Kong juntos. Pero ocho años después, la imagen es radicalmente distinta: México exporta a Estados Unidos mucho más en varios ca-

*ejecutivos de finanzas*



...prácticamente el doble que cualesquiera de las combinaciones de países mencionadas en la gráfica 2.

**Tipo de cambio e inflación**

La gráfica 3 muestra tres variables macroeconómicas clave: volatilidad del tipo de cambio y tasas de interés de corto plazo, que claramente han convergido con las de nuestros socios canadienses y estadounidenses.

La volatilidad del tipo de cambio resistió a eventos como las crisis rusa, brasileña y argentina, mientras que hemos visto más volatilidad vinculada con los efectos de una posible recesión en Estados Unidos por el conflicto bélico. La gráfica 3 muestra también algo de vital importancia que evidencia la estabilidad económica alcanzada por nuestro país: la curva de tasas.

Puede notarse que, incluso en periodos en que las tasas de corto plazo habían bajado de manera importante, como es el caso del inicio de 1994, la curva de tasas no iba más allá de los tres meses.

El largo plazo duraba 91 días y las tasas en todos los créditos eran variables e indexadas a tasas de corto plazo. Esa curva se empezó a extender de manera franca en 2000, y hoy tenemos una curva de tasas de 10 años alrededor de la zona de un dígito.

Ello, junto con la política cambiaria, hace que sea posible cambiar tasas fijas por variables, de dólares a pesos, o viceversa, de manera muy ágil y en plazos de hasta 10 años. Aparte de todos los demás signos, ésta es una muestra inconfundible de estabilidad y profundidad en los mercados financieros, y es un prerrequisito para lograr mercados con mayor grado de liquidez.

**Composición de las exportaciones**

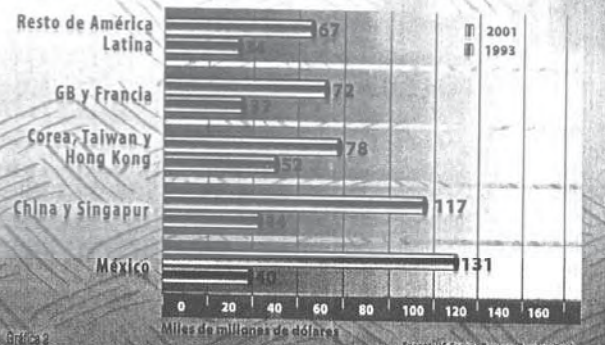
En el mismo sentido, podemos analizar en la gráfica 4 la composición de las exportaciones.

En 1985, México exportaba apenas 21.6 mil millones de dólares (mmd), y 63 por ciento de dichas exportaciones eran básicamente de petróleo. Para 2001 se exportaban 158 mmd, siete veces más, con 90 por ciento de exporta-

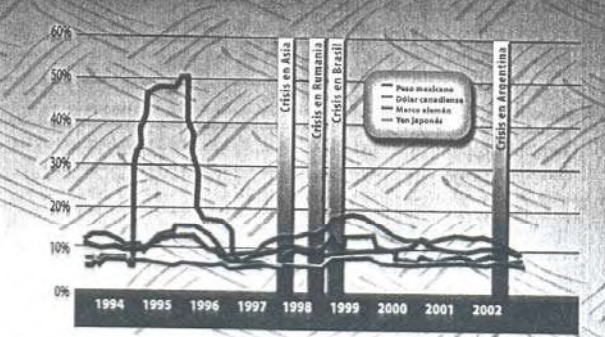
ejecutivos de finanzas

**COYUNTURA ECONÓMICA**

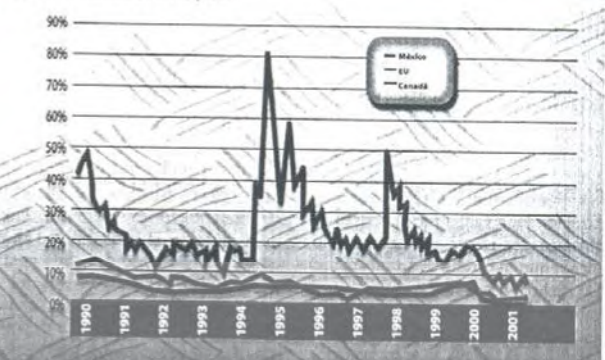
**Exportaciones a EU 1993/2001**



**Volatilidad del Tipo de Cambio**



**Tasas de interés de corto plazo**



**COYUNTURA ECONÓMICA**

ciones de manufacturas, lo que relegó al petróleo a sólo 8 por ciento de nuestras exportaciones.

El petróleo sigue haciendo ruido porque representa una parte importante del presupuesto del sector público, pero en términos de su participación en las exportaciones es ahora una pequeña parte.

En los 80, las exportaciones e importaciones representaban 20 por ciento del PIB —hoy representan 60 por ciento—, lo que muestra el grado de apertura de la economía.

Los flujos de inversión extranjera directa han crecido de un promedio de 1.3 mmd en la primera mitad de los 80, a promediar 14 mmd desde 1994 hasta la fecha: diez veces más. Además, 70 por ciento de esta inversión proviene de los países de Norteamérica, con los que intercambiamos 85 por ciento de nuestro comercio, lo que es menos que proporcional. En cambio, recibimos 18 por ciento de inversión de la Unión Europea, que reconoce la estabilidad y el potencial de ingresar al mercado del TLCAN a través de México.

**Separación de AL**

La separación económica de México de América Latina se aprecia en la gráfica 5. La primera ilustración nos muestra el riesgo-país y la clara diferenciación de México frente a otros países latinoamericanos como Brasil, Argentina y Venezuela. La segunda ilustración muestra que pasamos de un grado de apertura hacia el mercado norteamericano muy similar, en 1990, al resto de Latinoamérica, a prácticamente el doble de comercio con la zona del TLCAN que el resto del continente, gráfica 5.

**Cae riesgo de invertir en México**

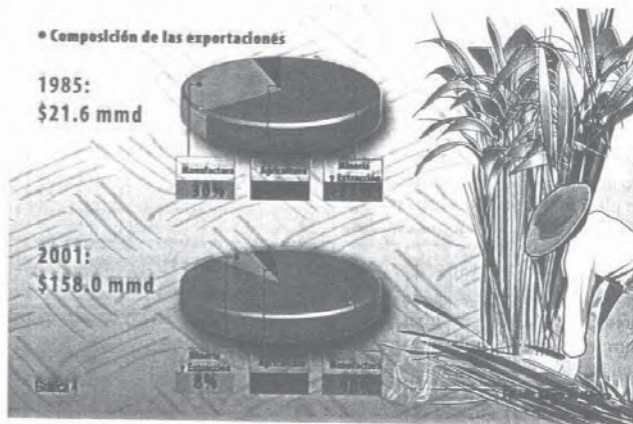
Los indicadores anteriores muestran que el riesgo de invertir en México es hoy menor que en el resto de Latinoamérica. De hecho, en muchos sentidos, es más parecido al riesgo que conlleva invertir en economías desarrolladas.

Para los inversionistas de capital de riesgo, que buscan rendimientos en divisas duras, México causa menor pro-

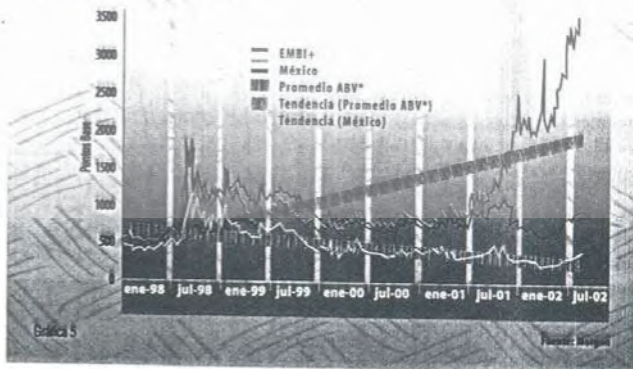
**Composición de las exportaciones**

1985: \$21.6 mmd

2001: \$158.0 mmd



**Riesgo País América Latina**



ocupación. En nuestra opinión, los fondos globales de capital de riesgo no se han convencido totalmente aún de esta situación; desaprovechan las oportunidades de inversión y crecimiento.

Tal apreciación aporta grandes ventajas para los que invierten capital de riesgo en México. Así, cuando los grandes jugadores se convencen de las bondades de la estabilidad aportarán un mecanismo de salida para los que invierten hoy y generarán una fuente de liquidez importante.

**La estabilidad favorecería a Pymes**

Las Pymes necesitan contar con fuentes de capital que impulsen su creci-

miento. Ante la escasez de fuentes de financiamiento, existe un gran potencial para los inversionistas, precios atractivos y estructuras favorables. La estabilidad lograda es garantía de un riesgo sobreestimado. Se perciben en el horizonte tiempos de mejor liquidez, en los siguientes cuatro o seis años, para buscar salida a las inversiones.

En síntesis, consideramos que el actual es un excelente momento para las inversiones de capital de riesgo en México.\*

Socio de SAI Consultores, S.C. y presidente del Comité Técnico Nacional de Administración de Riesgos del IMEF

*ejecutivos de finanzas*



**TEMA CENTRAL**

**Organismos clave**

En la declaración de principios de la Confederación de Cámaras Nacionales de Comercio (Concanaco), organización fundada en 1917, se establece que el hombre es libre por naturaleza, actor y beneficiario de la actividad económica y, por tanto, de la empresarial, lo que incluye las actividades turística, comercial y de servicios.

La misión de la Concanaco es defender los intereses generales del comercio, servicios y turismo, promoviendo su desarrollo ante las instancias tanto públicas como privadas, con base en propuestas de libre mercado apegadas al régimen de derecho, congruentes con el entorno del país, siempre procurando la unión, cooperación y consenso de todas las cámaras confederadas. La Concanaco agrupa a 251 cámaras nacionales a lo largo y ancho del país.

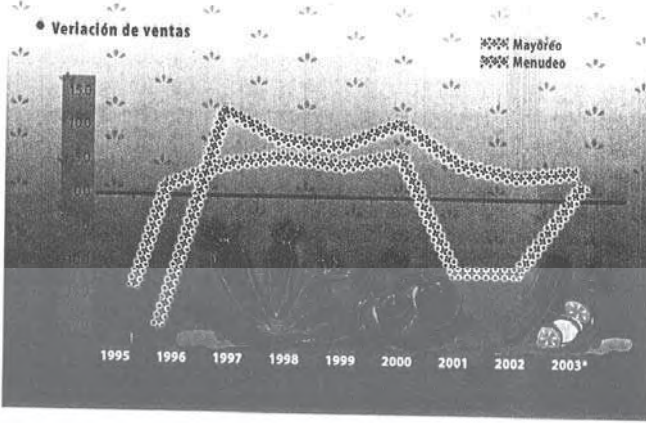
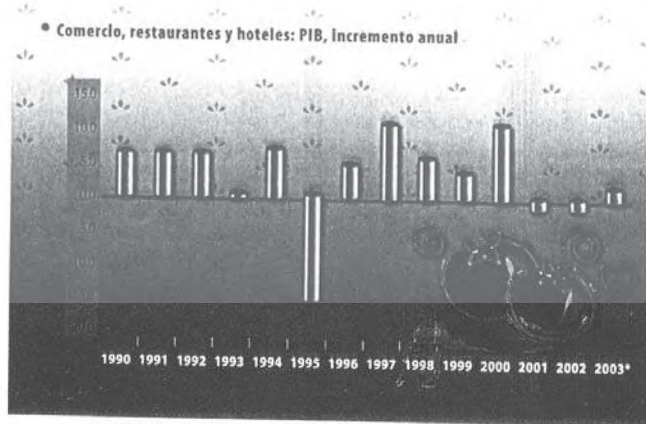
Por su parte, la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD) inició sus actividades en 1983, agrupando a los principales comerciantes detallistas del país. Actualmente está conformada por 102 cadenas, de las cuales 47 son de autoservicio, 21 departamentales y 34 especializadas, con lo que representan a 5777 establecimientos con más de 8.9 millones de metros cuadrados de piso de venta.

La ANTAD colabora en forma constante con organismos cúpula como Canaco, CCE, Coparmex y Concamín, para el logro de objetivos comunes cuya misión principal es proporcionar canales apropiados para que industriales y comerciantes intercambien opiniones y conocimientos, con el propósito de cristalizar negocios que permitan brindar nuevas oportunidades para el comercio.

**La informalidad**

La expansión de la economía informal en México es, ante todo, un indicador del fracaso de las políticas públicas o, en el mejor de los casos, su insuficiencia. Asimismo, la optimización en la asignación de los recursos económicos

28



no ha sido una característica del desarrollo de la economía mexicana.

La evolución de la economía está obstaculizada por la incapacidad para generar un empleo óptimo de los recursos económicos; coexisten así grandes capacidades ociosas con altos niveles de desempleo o subempleo de la fuerza de trabajo, desintegración de las cadenas productivas por la total apertura comercial de la economía y una fuerte segmentación de los mercados, tanto interno como externo.

**Economía cerrada**

A principios de la década de los ochenta este sistema evidenció lo que se sabía

casi 10 años antes: que el modelo de acumulación de capital fundado en la expansión del mercado interno tenía un límite, y que los trabajadores —incluidas las clases medias— no podían seguir incrementando indefinidamente sus ingresos mientras los empleadores disminuían sus utilidades.

El endeudamiento externo como fuente eficaz para el financiamiento del modelo de economía cerrada fue la parte más delgada y por donde se rompió el hilo del proceso económico. La crisis de 1982 trajo por primera vez a la mesa de los proyectos gubernamentales la necesidad de aumentar la competitividad global de la economía.

*ejecutivos de finanzas*



COYUNTURA ECONÓMICA



京香

# CHINA

## ¿competidor de MODA para la industria del vestido?

作者・小野夏子

作者・小野夏子

Diana Delgado Figueroa\*

La industria mexicana ha comenzado a ser testigo de un éxodo de maquiladoras. Muchas de ellas se instalan en países con menores costos de producción, como en los países asiáticos, especialmente en China, nación que se ha posicionado como la fábrica más barata del mundo.

La industria del vestido mexicano es un testigo del nuevo panorama industrial que se dibuja con China como uno de los competidores más importantes. En este contexto, es importante analizar cuáles son algunas de las razones por las que México ha perdido competitividad en la atracción de empresas maquiladoras.

### Antecedentes generales

En muchos países en desarrollo el proceso de industrialización se ha centrado en la producción de textiles y ropa, basada en el uso intensivo de mano de obra. Es

te tipo de industrias brinda oportunidades de empleo en las economías que cuentan con abundante fuerza de trabajo. Así, la producción de prendas de vestir se ha dispersado mundialmente e intensificado la competencia.

Las empresas multinacionales tienen pocas posibilidades de obtener ventaja por sí mismas mediante la estrategia de Inversión Extranjera Directa (IED), por ello buscan flexibilidad en la producción y reducción de sus costos. Ello las ha llevado a desarrollar otras formas de actividad transnacional como la importación de prendas terminadas o la subcontratación de operaciones de ensamblaje en países con bajo costo de mano de obra.

Los tipos de productos de esta industria se pueden dividir en dos grandes ramas.

**1** Básicos masivos (*commodity*). Estas prendas implican un bajo nivel de valor agregado. Es el segmento en

el que México compite fuertemente con China, India y algunos países de Centroamérica.

**2** Prendas de moda. Las prendas de este segmento involucran una constante innovación en el diseño y capacidad de respuesta rápida para satisfacer el gusto de los consumidores.

### Industria mexicana del vestido

La industria mexicana del vestido es el segundo sector manufacturero —después de la industria maquiladora de materiales eléctricos y electrónicos— en mantener un alto promedio anual de personal ocupado. Además, desde 1998 y hasta 2001 el valor agregado de esta industria se había comportado de manera favorable (gráfica 1). No obstante, desde 2000 el nivel de personal ocupado ha disminuido, así como el número de plantas instaladas en nuestro país. (gráfica 2). Las plantas instaladas para la confección de prendas de vestir en México se redujeron



# 京

作者・小野夏子

作者・小野夏子

dramáticamente desde 2001.

Es importante reconocer que desde la puesta en marcha del Tratado de Libre Comercio de Norteamérica (TLCAN), México había superado a China y convertido en el principal proveedor de ropa para Estados Unidos. Sin embargo, de enero a septiembre de 2002 esta situación cambió pues China exportó 14.9% del total de las importaciones norteamericanas de esta industria, mientras que México sólo el 11.8% del total.

Los industriales mexicanos de textiles y del vestido reconocen que la competencia con China en el mercado doméstico e internacional tiene efectos devastadores en la producción nacional, ya que los aranceles a los textiles, así como las cuotas compensatorias a la ropa provenientes de estas economías (entre 500 y 587%) no son de mucha ayuda, ya que finalmente los productos llegan de manera indirecta al mercado.

#### Situación actual de la industria mexicana del vestido

- El 85% de las empresas de esta rama industrial son de tamaño micro, por lo tanto son pocas las empresas que pueden competir de manera directa con aquellas ubicadas en países con menores costos de producción.

- Hasta septiembre de 2002 se registraron 995 empresas con IED en la industria textil y del vestido.

- La mayoría de los confeccionistas mexicanos se concentran en la producción de básicos masivos y básicos de moda cuyo nivel de valor agregado es bajo.

- Según la CNIV, las ventas totales de ropa en México tienen un valor aproximado de 15,000 a 17,000 millones de dólares, pero se estima que más de la mitad se realiza a través de canales ilegales (gráfica 3).

- La mayor parte de la producción de prendas de vestir confeccionadas en México tienen como destino final el mercado norteamericano.

- El confeccionista mexicano tiene un nivel de especialización alto en comparación con China en la producción de prendas de vestir para hombres y niños.

ejecutivos de finanzas

#### China: gigante que despierta

La entrada de China a la Organización Mundial de Comercio (OMC) significa la consolidación de su proceso de apertura y un cambio significativo hacia una estrategia de modernización y desarrollo.

Las reformas económicas, políticas y sociales que se han llevado a cabo en China desde diciembre de 1978 con el objetivo de abrir de manera progresiva su economía a las fuerzas del mercado y al comercio exterior, han estimulado su crecimiento e incrementado su atractivo para los inversionistas extranjeros. De acuerdo al Índice de Confianza para la IED de 2002, China se colocó por primera vez como el mejor lugar para invertir, desplazando a Estados Unidos. El éxito de este país para atraer flujos de IED se basa en su abundancia de mano de obra barata, capital de bajo costo, diversos beneficios que ofrecen las Zonas Económicas Especiales (ZEE) y el tamaño de su mercado doméstico de unos 1,300 millones de habitantes.

Ante ello, se puede decir que China cuenta con tres ventajas fundamentales, mismas que han convertido a este gigante en una economía de "moda" para invertir.

- En primer lugar, su adhesión a la OMC la posiciona como una economía con grandes potenciales de desarrollo y crecimiento para las empresas dedicadas a la manufactura o a la comercialización.

- En segundo lugar, cuenta con políticas gubernamentales para el desarrollo de largo plazo —planes de 10 a 15 años. Dentro de estas políticas se encuentra la creación de las Zonas Económicas Excluidas (ZEE) para el desarrollo industrial del país.

En el caso del sector del vestido se puede ver que cuenta con una industria textil apoyada ampliamente por políticas industriales. Por ejemplo, el gobierno chino lanzó una campaña para sustituir 10 millones de usos para algodón obsoletos y reducir 1.2 millones de emplea-

dos en tres años para incrementar la rentabilidad de la industria. Esto permitirá una mejor integración de la cadena productiva textil-confección en el gigante asiático.

- La tercera ventaja, muy importante para los productores de bienes en gran volumen, radica en la abundante fuerza laboral. Los trabajadores de este país son considerados competentes, hábiles y baratos.

Sin embargo, su lejanía geográfica del mercado estadounidense es una desventaja importante en términos de costos y tiempo de entrega, sobre todo si las empresas manufactureras buscan satisfacer las necesidades de Norteamérica.

#### Balance y sugerencias

La industria mexicana del vestido tiene grandes retos, pero también oportunidades para recobrar su competitividad, sólo hay que observar el desempeño que han tenido las prendas de vestir para hombre en el mercado norteamericano desde la puesta en marcha del TLCAN. Sin embargo, es importante comenzar a diversificar el riesgo mediante la explotación de la amplia plataforma comercial con la que México cuenta.

La acción del gobierno mexicano será fundamental, ya que China atrae inversiones en parte porque México no ha promovido las reformas



adles Requisitos

# China

## Un mercado para productos mexicanos

Por José Antonio González Carrancá\*

**E**n su publicación Estadísticas del Comercio Internacional 2002<sup>1</sup>, la Organización Mundial de Comercio, OMC, señala que México se colocó en 2001 entre las primeras doce economías exportadoras a nivel mundial, en tanto que, con base en cifras del World Trade Atlas Mexico Edition, durante el 2001, el monto de la exportación de productos mexicanos sumó 158,546 millones de dólares (md), lo que representó una tasa de crecimiento media anual del 15% respecto al valor de 1993 (51,831 md) y durante los primeros siete meses del 2002, el monto de exportación total ascendió a 92,203 md.

Por mercados de destino, durante el 2001, fueron a 190 países, siendo los más importantes: Estados Unidos (88.5%); Canadá (1.9%); Alemania (1.0%) y España (0.8%).

En el caso de otro importante mercado, el de la República Popular de China, en 2001, el monto de exportación de productos mexicanos sumó 282 md, lo que representó el 0.2% del total exportado por México en ese año, en tanto que durante los primeros siete meses del 2002, el monto sumó 225 md.

Los principales grupos de productos mexicanos destinados a ese país durante los primeros siete meses del

2002, fueron: partes y accesorios para máquinas o aparatos, de escribir, tratamiento de información y oficina (160.5 md); partes y accesorios de vehículos automóviles (4.2 md); cerveza de malta (4.1 md); herramientas neumáticas, hidráulicas o con motor incorporado (3.7 md) y, cables de filamentos sintéticos (3.5 md).

contexto, a los productos mexicanos les serán aplicados los principios de transparencia, trato de nación más favorecida, no discriminación y trato nacional.

Es importante hacer notar, que los productos mexicanos que se comercialicen en los mercados internacionales

### Las disposiciones en materia de etiquetado establecen que todas las mercancías que se importen o comercialicen en China, deberán tener una etiqueta en idioma chino

Asimismo en la publicación Estadísticas del Comercio Internacional 2002, la OMC indica que la República Popular de China realizó importaciones durante el 2001 por un valor de 243,613 millones de dólares<sup>2</sup>, lo que da idea de la importancia y potencial que puede tener este mercado para los productos mexicanos.

Otro factor importante a considerar es que la República Popular de China se adhirió a la Organización Mundial de Comercio (WTO, por sus siglas en inglés) a partir del 11 de diciembre del 2001<sup>3</sup>, por lo que se compromete a aplicar las disposiciones normativas que se establecen en esa Organización a las importaciones de productos provenientes de los países miembros, entre los que se encuentra México. En este

deberán cumplir con las regulaciones arancelarias y no arancelarias que establezcan sus autoridades locales. En este contexto, a continuación se presentan algunas de estas regulaciones que aplican a la importación de mercancías en la República Popular de China.

#### Tarifa arancelaria

A partir de junio de 1992, la República Popular de China se adhirió al Sistema Armonizado para efectos de clasificación arancelaria de las mercancías, lo que implica que a nivel de subpartida, el código arancelario y descripción de un producto sean similares entre los países que aplican este sistema que incluye a México.

Por su parte, los aranceles en la tarifa de importación se dividen en dos



categorías: arancel general y arancel mínimo (Nación Más Favorecida). A modo de referencia, el arancel promedio aplicable a importación de mercancías es de alrededor del 17%. Por principales categorías, los aranceles promedio son: productos textiles, 27.2%; productos agrícolas, 20.4%; maquinaria y sus partes, 14.6%; madera y productos relacionados, 12.9%; productos químicos, 11.5%; y productos metálicos, 6.9 por ciento.

### Licencias de importación

En la República Popular de China, la entidad responsable para la formulación de las políticas de comercio exterior así como su instrumentación es el Ministry of Foreign Trade and Economic Cooperation<sup>1</sup>, MOFTEC,

### Normas de calidad

El State Bureau of Quality and Technical Supervision de la República Popular de China (CSBQTS, por sus siglas en inglés) es la entidad gubernamental bajo la jurisdicción del Council State, que coordina los programas y actividades en el campo de la metrología, normalización y control de la calidad de las mercancías. Sobre esto último, habrá que considerar la Standardization Law de 1989, que establece las disposiciones encaminadas a salvaguardar la salud y seguridad humana, en donde se prohíbe la producción, venta o importación, de mercancías que no cumplan con las normas de calidad establecidas.


En el marco de la Import and Export Commodity Inspection Law, se establece que todos los productos de

- ◆ Nombre del producto
- ◆ Nombre y dirección del productor
- ◆ Ingredientes y sus porcentajes
- ◆ Fecha de manufactura
- ◆ Fecha de caducidad
- ◆ Mensajes de advertencia sobre peligros potenciales

Bajo la ley sobre seguridad y estándares de calidad del producto, ciertas mercancías importadas deben ser inspeccionadas y emitirse un certificado indicando que cumplen con los estándares establecidos. Posteriormente, habrá que colocarle al producto una etiqueta de seguridad. En este caso, los códigos, números seriales y nombres de los estándares usados deben estar marcados en los productos, o escritos en el empaque junto con los manuales técnicos que se requieran.

De los puntos antes señalados, se puede observar que la empresa mexicana que realice exportaciones de mercancías al mercado de la República Popular de China deberá considerar diversas disposiciones normativas que pueden incidir en su producto de exportación. Para el correcto cumplimiento de estas disposiciones, se considera importante la estrecha comunicación entre la empresa mexicana y su cliente en ese país.

Por su parte, Bancomext ofrece el servicio, con costo de asesoría especializada en materia de regulaciones arancelarias y contratos internacionales, con el fin de apoyar a los exportadores mexicanos. Estos servicios pueden solicitarse a través de fax 54 49 90 82, o por medio del correo electrónico asesoria@bancomext.gob.mx.

Para conocer los diversos productos financieros y promocionales que ofrece Bancomext en apoyo al exportador, se sugiere consultar el portal [www.bancomext.com](http://www.bancomext.com). 

\* Subgerencia de Información No Arancelaria [jogoncar@bancomext.gob.mx](mailto:jogoncar@bancomext.gob.mx)

## A los productos mexicanos les serán aplicados los principios de transparencia, trato de nación más favorecida, no discriminación y trato nacional

que entre otras responsabilidades tiene la expedición de licencias requeridas para importaciones de productos considerados como restringidos y aquellos productos sujetos a cuotas de importación. Granos, aceites comestibles, fertilizantes, productos de acero y ciertos productos textiles son algunos ejemplos de productos sujetos al requisito de licencia de importación.

Acerea de los productos sujetos a cuotas, se hace mención de que, en su Protocolo de Adhesión a la OMC, la República Popular de China se comprometió a la desaparición gradual de cuotas para algunos de los productos que enfrentan esta situación. La lista de productos sujetos a licencia de importación es dada a conocer conjuntamente por el MOFTEC y la Administración General de Aduanas de ese país.

importación incluidos en la Lista de Inspección o sujetos a inspección, de acuerdo a otras leyes o regulaciones<sup>2</sup>, serán sujetos a inspección, donde posteriormente, se emitirá un certificado de seguridad o de inspección de calidad. Entre las mercancías sujetas a este requisito figuran: automóviles, motocicletas, refrigeradores, congeladores, sistemas de aire acondicionado, aspiradoras y lavadoras.

### Regulaciones de etiquetado

Las disposiciones en materia de etiquetado establecen que todas las mercancías que se importen o comercialicen en territorio de la República Popular de China deberán tener una etiqueta en idioma chino (con caracteres simplificados), que en términos generales deberá incluir:

<sup>1</sup> Esta información puede consultarse en [http://www.wto.org/spanish/res\\_s/statis\\_s/its2002\\_s/its02\\_appendix\\_s.htm](http://www.wto.org/spanish/res_s/statis_s/its2002_s/its02_appendix_s.htm)

<sup>2</sup> No incluye Hong Kong. Esta publicación puede consultarse en [http://www.wto.org/spanish/res\\_s/statis\\_s/its2002\\_s/its02\\_appendix\\_s.htm](http://www.wto.org/spanish/res_s/statis_s/its2002_s/its02_appendix_s.htm)

<sup>3</sup> La lista de países miembros de la OMC, así como su fecha de adhesión a dicho organismo, puede consultarse en [http://www.wto.org/spanish/twto\\_s/whatis\\_s/bf\\_s/org6\\_s.htm](http://www.wto.org/spanish/twto_s/whatis_s/bf_s/org6_s.htm)

<sup>4</sup> Mayor información sobre las funciones y responsabilidades que tiene este Ministerio puede consultarse en [http://www1.moftec.gov.cn/moftec\\_en/index.html](http://www1.moftec.gov.cn/moftec_en/index.html)

<sup>5</sup> Como por ejemplo, las que establezca el The State Drug Administration y, Ministry of Health, para productos alimenticios, y medicamentos.





## DOCUMENTOS

OBJETIVO: Información confidencial para la Tesis de Investigación

MUESTRA 3 : DOCUMENTO NÚMERO TRES

TITULO 1: Sitio web **msn.es** (área financiera)

TITULO 1: Sitio web **brokerlatino.com**

TITULO 1: Sitio web **eleconomista.com.mx**

TITULO 1: Sitio web **injef.com/empresas**

BIBLIOGRAFÍA DE CONSULTA:

LIBRO: Turbulencias Financieras y Riesgos de Mercado

AUTOR: Miguel Angel Vilariño Sanz

EDITORIAL: Phinzer




Anexo Número Uno

Documentos

Sitios web



Principal	Mi MSN	Hotmail	Buscar	Compras	Dinero	Grupos y Chat	Iniciar sesión
-----------	--------	---------	--------	---------	--------	---------------	----------------



← No me llames lluso

← Devuélveme la vida

← La maceta

← Dime

← Es una lata el trabajar

← Mobile

← Tu es foudu

← Fighter

← American life

MSN Via

Money			
Inicio	Bolsa	Bancos	Hipotecas

Página principal de Bolsa	Mis valores	Brokers	Cotizaciones	Mercados	Fondos	Formación
---------------------------	-------------	---------	--------------	----------	--------	-----------

[Versión para impresora](#)

[Enviar este artículo](#)

Bienvenida

Índices principales

Índices sectoriales

Índices internacionales

Cambio de divisa

Referencias

### Mercados emergentes

Los denominados **mercados emergentes** son las plazas bursátiles de países en desarrollo o fase de "maduración" macroeconómica. C utilizamos este vocablo generalmente nos referimos a aquellos de **Asia-Pacífico (exceptuando Japón)**, el este europeo (especial **Rusia, Hungría, Chequia y Polonia**), latinoamérica (**con México y principales economías regionales**) y **Sudáfrica**.

Más artículos...

[Bolsa y empresas](#)

[Finanzas personales](#)

Su comportamiento económico es tan variable como una veleta, para inversores dispuestos a asumir altos niveles de riesgo, aun considerados por los expertos bursátiles una buena alternativa q inversores diversifiquen su dinero, especialmente si la composici carteras les permite hacer frente a algún que otro sobresalto.

El primer trimestre de este año 2002 se ha saldado con un com más que positivo: mientras las principales bolsas de Europa del se han enganchado a las expectativas de recuperación de las pri economías del mundo.

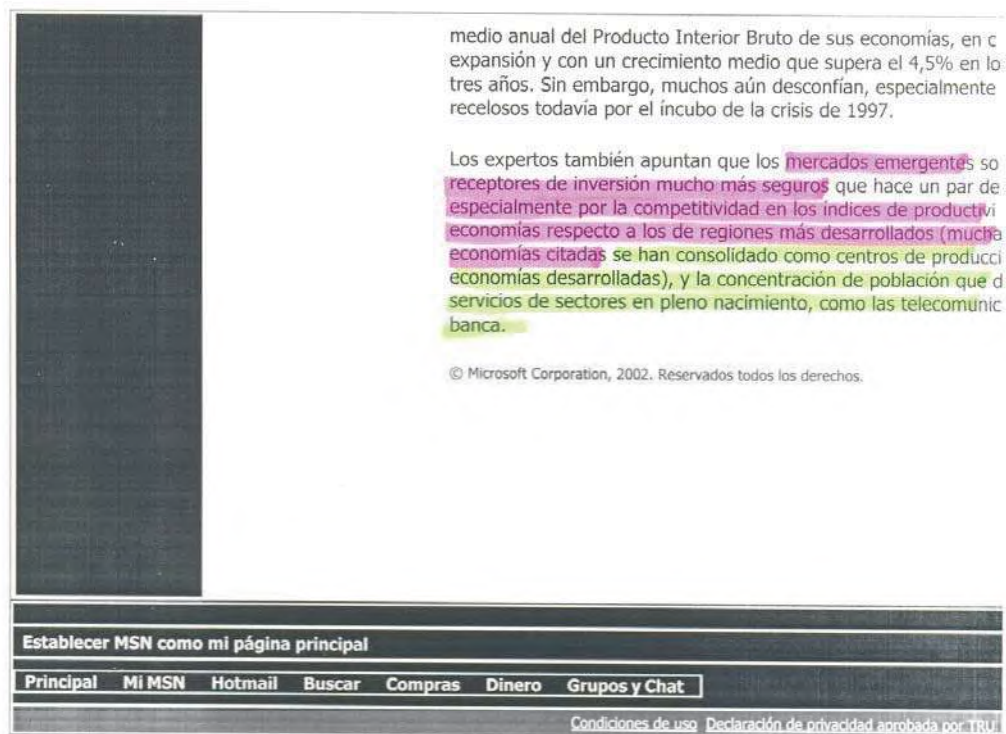
Se han visto revalorizaciones cercanas al 15%, grandes descono Pakistán e Indonesia han llegado a incrementar el valor de sus í porcentajes que se aproximan al 40%. Los países en la zona de convergencia europea, como Hungría y Chequia, también han d a aquéllos que apostaron por el riesgo.

El pasado año, por ejemplo, las bolsas chinas se revalorizaron m 91% mientras que la de Rusia se sumó un 81,5%. Sin embargo, recuperación en lo que va de 2002 de otras bolsas emergentes, pasado año desinflaron las carteras de más de un inversor que índices y fondos relacionados estas economías, no es un hecho

Los mercados emergentes tienen mucho que agradecer a la flaq las economías tradicionales a la hora de dar una explicación a lo que acumulan este año.

Según los analistas de firmas como Standard and Poor's, uno de principales atractivos para invertir en este tipo de bolas es el cre medio anual del Producto Interior Bruto de sus economías, en c





medio anual del Producto Interior Bruto de sus economías, en c  
expansión y con un crecimiento medio que supera el 4,5% en lo  
tres años. Sin embargo, muchos aún desconfían, especialmente  
recelosos todavía por el incubo de la crisis de 1997.

Los expertos también apuntan que los **mercados emergentes** so  
**receptores de inversión mucho más seguros** que hace un par de  
especialmente por la competitividad en los índices de productivi  
**economías respecto a los de regiones más desarrolladas (muchas**  
**economías citadas se han consolidado como centros de producci**  
**economías desarrolladas), y la concentración de población que d**  
**servicios de sectores en pleno nacimiento, como las telecomunic**  
**banca.**

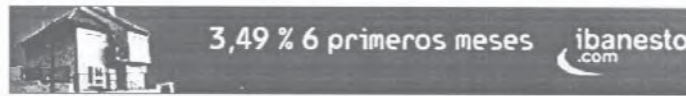
© Microsoft Corporation, 2002. Reservados todos los derechos.

Establecer MSN como mi página principal

Principal Mi MSN Hotmail Buscar Compras Dinero Grupos y Chat

[Condiciones de uso](#) [Declaración de privacidad aprobada por TRU](#)





EL MENSAJERO / Domingo 13 de enero de 2002 / Número 110

NUEVA ECONOMIA

## ◆ SU DINERO

**MERCADOS/** Las Bolsas de China se revalorizaron el pasado ejercicio más de un 91%. Otros mercados emergentes como Rusia, Turquía y Corea también ocupan los primeros puestos. Los analistas dicen que el atractivo de China aumenta tras su ingreso en la Organización Mundial de Comercio

### La hora de los mercados emergentes

Las Bolsas de China, Rusia y Turquía vuelven a liderar la clasificación mundial de ganancias

FRANCISCO J. LÓPEZ

Apenas hay rastro de ellos en las principales webs financieras, sus compañías no aparecen en ninguno de los grandes índices internacionales y, habitualmente, tienen problemas de liquidez. Hablamos de los mercados emergentes de China, Rusia y Turquía, que han vuelto a liderar, por segundo año consecutivo, la clasificación mundial de ganancias.

No se trata de establecer comparaciones entre las principales plazas bursátiles y los mercados de países emergentes como China o Rusia. Juegan otra Liga. Los expertos recuerdan que no tienen nada que ver ni en el número de empresas que cotizan ni en volumen de contratación ni en las normas que rigen su funcionamiento.

Pero el prolongado bache de las grandes Bolsas (sobre todo de las europeas) y la globalización imperante obligan a los gestores de fondos internacionales a estrujarse un poco más los sesos para ofrecer alguna rentabilidad a sus clientes. "China y Rusia son dos mercados emergentes que hay que mirar, porque tienen un alto potencial de crecimiento", apunta Ramón Pereira, director en España de la gestora estadounidense Franklin Templeton.

"Los países emergentes tienen cada día más peso en el contexto económico internacional", añade este gestor. "Nosotros nos fijamos en las compañías, ya sean chinas o sudafricanas, y no en la rentabilidad de los índices. Eso sí, también exigimos que la inversión tenga una protección legal adecuada, algo que no sucede actualmente, por ejemplo, en Filipinas".

### Trabas legales

La protección del accionista minoritario es un aspecto fundamental para los inversores internacionales. Las dos Bolsas de China, al margen de Hong-Kong, (Shangai y Shenzhen) han ampliado el número de empresas, quieren unificar ambos mercados y han avanzado en la legislación para atraer a inversores internacionales, pero persisten algunas trabas legales. De



[Simulador Trading \(Gratis\)](#)  
[Abrir Cuenta](#)  
[Accesar Cuenta](#)  
[Nivel II](#)

[Home](#)

[Servicios](#)

[Nuestros Clientes](#)

[Tarifas](#)

[Mi Broker Online](#)

[Links Bursátiles](#)

[Preguntas frecuentes](#)

[Contáctenos](#)

Comentario de Actualidad

### Es Hora De Mirar Más De Cerca A Los Mercados Emergentes

(Informativo)  
24/03/2003

Los mercados estadounidenses podrían estar al alza, atrayendo a inversionistas que anticipan una rápida victoria militar. Sin embargo, estrategias de mercado advierten a los inversionistas que la valuaciones siguen demasiado altas y que ahora podría ser el momento de considerar un sector que normalmente no recibe mucha atención; los mercados emergentes.

Es cierto que los mercados emergentes son una apuesta arriesgada debido a su inherente inestabilidad geopolítica, problemas en los mercados locales y la falta de información a la que están acostumbrados los inversionistas en Estados Unidos. Pero para un inversionista astuto con apetito por el riesgo y un deseo de aumentar sus utilidades, los mercados emergentes pueden ser una gran apuesta. "Si piensa donde está el potencial para altos retornos, es un área donde las valuaciones son más favorables", dijo el estratega de inversiones internacionales Stuart Schweitzer de J.P. Morgan Fleming. "Eso describe los mercados emergentes".

Mientras los mercados estadounidenses se cotizan alrededor de 16 veces las ganancias a futuro, la región Asia-pacífico, excluyendo Japón, se vende a menos de nueve veces las ganancias proyectadas para el 2003, mientras que Europa emergente se cotiza a 7,5 veces y América Latina a 7,75 veces. Schweitzer dijo que estos mercados se podrían beneficiar cuando comience el crecimiento mundial convirtiendo las actuales valuaciones en un atractivo punto de entrada.

Los rendimientos también parecen favorecer a los mercados emergentes. El 2002, el índice Standard & Poor's 500 cayó un 22%, mientras que el MSCI Emerging Market Free Index sólo retrocedió alrededor de un 6%, señaló Schweitzer. Otros estrategias siguen considerando que el mercado de capitales de Estados Unidos es altamente especulativo, dada la disposición de los inversionistas a pagar por acciones de mayor beta -o de riesgo más alto-. El estratega mundial cuantitativo jefe Nigel Tupper de Merrill Lynch & Co., midió el nivel de especulación de los inversionistas calculando la relación precio-ganancia para acciones de mayor beta comparado con acciones de menor beta durante los 10 últimos años. Una relación mayor a uno indicaría que las acciones de mayor beta se cotizan con una prima frente a las acciones de menor beta.

En este estudio, Tupper descubrió que Estados Unidos es la única región donde el mercado es más especulativo y las valuaciones para acciones de mayor riesgo siguen en esos altos niveles. Tupper dijo que hay mejores oportunidades para los inversionistas en la región Asia-Pacífico, que incluye China, India y Malasia. En Japón y en los mercados desarrollados de Europa, la especulación es promedio, agregó.

Dan Peirce, estratega de mercados emergentes de State Street Global Advisors, dijo que las relaciones precio-ganancias inferiores al 9% para países como Corea, Brasil y Hungría les dan cierta protección contra descensos. Pero la percepción entre los inversionistas de que los mercados emergentes son apuestas más arriesgadas debido a la posibilidad de un incumplimiento de deuda -como fue el caso de Argentina- ha causado que muchos miren más allá del grupo.

"Esa siempre es una posibilidad en los mercados emergentes, pero el riesgo es menor de lo que cree la gente", señaló Peirce. "Aunque ese no es el caso en todos



los mercados emergentes. (...) La clave es aprovechar las buenas oportunidades y evitar las malas".

No Abandone Las Acciones Estadounidenses, Si bien los mercados emergentes son una buena manera de diversificar su cartera, estrategias advirtieron a los inversionistas que no saquen la mayoría de sus fondos de los mercados de Estados Unidos.

"Las asignaciones deberían ser moderadas por el hecho de que Estados Unidos sigue siendo el motor del crecimiento mundial", señaló Uma Rajeshwar, primera vicepresidente de Glenmede Trust Co.

Rajeshwar expresó que si bien los rendimientos han sido decentes en los mercados emergentes, Estados Unidos sacará a las economías mundiales de la recesión. Por lo tanto, sería mejor que los inversionistas mantengan la mayor parte de sus acciones en valores estadounidenses.

Mike Ward, director general de inversiones de International Assets Advisory, concordó, pero señaló que era mejor para los intereses de los inversionistas buscar fuera de Estados Unidos una diversificación monetaria, especialmente dada la reciente inestabilidad del dólar. Pero tenga cuidado con mercados como Hong Kong, que tiene una fuerte correlación con el dólar.

Entonces, ¿cuál sería el tamaño de la inversión en mercados emergentes que recomiendan los estrategas? Eso realmente depende del apetito al riesgo de cada persona y de las regiones en las cuales quiera invertir. Tanto Ward como Schweitzer de J.P. Morgan Fleming señalan que una asignación del 5% en mercados emergentes sería un buen punto de partida para los inversionistas. Para aquellos más osados, una asignación de entre un 5% y un 8% sería preferible, agregó Schweitzer.

Pero tenga cuidado de ser un seleccionador de acciones en el reino de los mercados emergentes, advirtieron ambos estrategas.

Ward dijo que los fondos de índices, como Morgan Stanley World Equity Benchmark Shares, o WEBS, eran una buena apuesta para inversionistas que desean exposición en una región sin asumir riesgos en compañías específicas.

"Compre la exposición en el mercado y seleccione cuidadosamente algunas acciones específicas", recomendó.

"Invertir en mercados emergentes es un desafío", reconoció Schweitzer de J.P. Morgan. "Pero tengo fe en los mercados emergentes, y durante los dos últimos años, he encontrado el potencial para que estos mercados sean cada vez más atractivos".

[< Ver más Comentarios](#)

.....  
[Home](#) | [Servicios](#) | [Nuestros Clientes](#) | [Mi Broker Online](#) | [Tarifas](#)  
[Links Bursátiles](#) | [Preguntas frecuentes](#) | [Contáctenos](#)  
[Aprendiendo sobre la Bolsa](#) | [Cursos Online](#) | [Boletín Semanal](#) |  
[Comentario](#)  
[Reporte de Ganancias/Calendario Económico](#) | [Actualidad Financiera](#)



OFICINA PRINCIPAL  
 4307 Vineland Road, Quorum Center - Suite H3, Orlando FL  
 32811, USA

Tel.: 407 639 06 00

Tel.: (58-212) 959-45.78/44.16 Tel/Fax: (58-212) 959-88.82  
[info@brokerlatino.com](mailto:info@brokerlatino.com)

[Proyecto Web: Corral](#)



hecho, hasta hace poco, en la Bolsa china había dos tipos de acciones: las A, que sólo podían adquirir los ciudadanos chinos, y las B, que podían comprar los inversores extranjeros.

Leila Fernández-Stembridge es profesora de Economía e Historia china de la Universidad Autónoma de Madrid, y ha elaborado un informe para la OCDE sobre la gestión empresarial en ese país asiático. "La adaptación de una economía al capitalismo es complicada", dice esta experta. "Cuando estuvimos allí para elaborar el informe, nos encontramos con que muchas empresas que querían cotizar en Bolsa tenían al frente a dirigentes del Partido Comunista. Nosotros les dijimos que tenían que formar a profesionales para dirigir esas compañías si querían atraer a los inversores internacionales".

A pesar de los obstáculos, el poder amarillo comienza a notarse en la escena internacional. El pasado 11 de diciembre se aprobó oficialmente su ingreso oficial en la Organización Mundial de Comercio (OMC) y ha vuelto a situar a sus Bolsas, por segundo ejercicio consecutivo, en el primer lugar de ganancias.

Los expertos bursátiles esperan que la entrada en la OMC impulse las reformas para que los pequeños accionistas tengan una mayor protección y los mercados sean más transparentes.

#### De Shanghai a Shenzhen

Las Bolsas chinas se revalorizaron el pasado ejercicio un 91,6%, pero en 2000 las ganancias se dispararon por encima del 137%.

La Bolsa de Shanghai se creó en 1990. Un año después entró en funcionamiento la plaza bursátil de Shenzhen. La primera está integrada fundamentalmente por empresas estatales o controladas por el Gobierno central del Partido Comunista chino. La segunda está dominada por compañías que tienen relaciones cercanas con empresas radicadas en Hong-Kong. En total, ambos mercados sumaban casi 900 empresas a finales de 1999.

La Bolsa de Rusia se puso en marcha posteriormente, aunque en el 2000 alcanzó ya un volumen de negocio medio diario de 23,7 millones de dólares. En 2001 obtuvo una revalorización del 81,5%, que contrasta con el balance negativo del año anterior (-5%).

"Invertir en compañías de mercados emergentes tiene sus riesgos", explica José Luis Martínez, economista de Citibank. "En economías que crecen casi un 7% se presentan más oportunidades de compra que en otras que mantienen un crecimiento cero", puntualiza Ramón Pereira, de Franklin Templeton. "Lo único que tiene que saber el inversor es que existe un riesgo adicional".

Sólo catorce mercados presentaron un balance positivo el pasado ejercicio. Entre ellos hay dos bolsas latinoamericanas: México y Chile.

En los países emergentes, los resultados de la Bolsa suelen reflejar la situación económica por la que atraviesa cada país. Argentina se sitúa en una de las últimas posiciones, según la clasificación elaborada por Merrill Lynch. Está en el puesto 37, con una pérdida anual de





## ENTREVISTA

OBJETIVO: Información confidencial para la Tesis de Investigación

MUESTRA: C.P. M.F. Rodrigo Tena Vences

1. ¿Teniendo presente el entorno económico actual considera usted que existe una fase de crisis en los mercados de economía desarrollada y en desarrollo?

R.- Es evidente que existe una fase de desaceleración en las grandes economías y que se da de manera cíclica, por lo que el consumo se deprime y afecta al estado de las economías en desarrollo, no obstante con la estrategia del blindaje financiero, las economías pueden ser menos vulnerables a estos acontecimientos como es el caso de México.

2. ¿Qué aspecto considera usted que hace de las economías emergentes atractivos para los inversionistas?

R.- Los altos rendimientos y las atractivas tasas de interés para los inversionistas.



3. ¿Qué ventajas considera que ofrecen los acuerdos comerciales entre países desarrollados con los que se encuentren en fase de maduración o emergentes?

R.- Apertura comercial, Diversidad en los mercados, Sociedades estratégicas e Incentivos Fiscales.

4. ¿Cuál considera que sea la base principal para que exista un importante flujo de capitales en los mercados mundiales?

R.- La volatilidad de los mercados a causa de la incertidumbre en el medio financiero.

5. ¿Qué potencial tienen los mercados emergentes y cuál sería un augurio para su futuro?

R.- Su potencial es importante para todos los mercados ya que tienen la capacidad para reactivar las economías en el mundo y pueden desarrollarse en un futuro de manera importante.



## CUESTIONARIO

OBJETIVO: Información confidencial para la Tesis de Investigación

MUESTRA: C.P. Amando Sánchez Domínguez

1. ¿Qué se entiende por economías emergentes?

R.- Son aquellas regiones o plazas bursátiles donde se efectúan operaciones con atractivas tasas de interés para los inversionistas en el mercado de derivados.

2. ¿Qué ventajas se tienen al invertir en mercados emergentes?

R.- Identificación de mercados con oportunidad para el consumo, altos rendimientos, posición estratégica en los negocios, estímulos fiscales y la contribución a la reactivación de la economía de la región y en el mundo.

3. ¿Qué desventajas se tienen al invertir en los mercados emergentes?

R.- Riesgo por la volatilidad que los amenaza, garantías de seguridad financiera, contracción de liquidez del mercado o por sus emisoras y la dependencia de los mercados maduros.



4. ¿Según su apreciación cuáles son los mercados emergentes más importantes?

R.- Están divididos por zonas económicas: México, Brasil y Chile en América, Rusia, Polonia y Ucrania en Europa, China, Tailandia y Corea del Sur en Asia y Sudáfrica y Egipto por África.

5. ¿Es recomendable invertir en los mercados emergentes?

R.- Es muy recomendable en tanto se considere de manera importante el riesgo por la especulación que hace pesar la incertidumbre.



## SONDEO DE OPINIÓN

OBJETIVO: Información confidencial para la Tesis de Investigación

MUESTRA: C.P. Adriana Nalleli Barriga León

1. ¿Cuál es el panorama que se vislumbra en el contexto económico mundial de nuestro tiempo? ¿Por qué?

R.- El panorama es un tanto incierto, toda vez que la principal economía en el mundo, sufre en forma cíclica su desaceleración y por ende, su mercado entra en fase depresiva, de tal forma que los inversionistas buscan mejores oportunidades de negocios y rendimiento.

2. ¿Por qué son atractivas las inversiones en los mercados emergentes?

R.- Las inversiones en mercados emergentes son atractivas por que a costa del riesgo que tiene, se ofrece una tasa de interés y rendimientos más altos comparativamente a los mercados del primer plano.

3. ¿Son los acuerdos comerciales internacionales, una oportunidad para las economías emergentes? ¿Por qué?

R.- La afirmación se hace evidente, ya que a través de los convenios de colaboración e intercambios comerciales en el ámbito internacional, estas economías pueden aprovechar la oportunidad para la exhibición de sus productos y/o servicios, con la salvedad de que tienen que cuidar sus diferencias.



4. ¿Por qué se hace necesaria la entrada de capitales en condiciones de incertidumbre financiera sobre las economías emergentes?

R.- Por la razón de que un capital oportuno inyecta liquidez y frescura a las finanzas de este nicho además de activar los mercados.

5. ¿Por qué considera que las economías emergentes son una potencia económica en conjunto?

R.- Por que en un momento determinado llegan a ser trascendentes en los mercados, llegando a ser receptores importantes de capitales en los mercados.



## ESCALA DE ACTITUDES

OBJETIVO: Información confidencial para la Tesis de Investigación

MUESTRA: C.P. Moisés González Márquez

1.- En qué grado de esta escala considera la importancia y aceptación de las economías de mercado emergentes en el mundo de los negocios.

_____	_____	_____	<u>  X  </u>	_____
Deficiente	Regular	Bien	Muy Bien	Excelente

2.- Qué nivel le otorga al atractivo que ofrecen los mercados emergentes para invertir.

_____	_____	_____	<u>  X  </u>	_____
Deficiente	Regular	Bien	Muy Bien	Excelente

3.- Qué puntuación merecerán las relaciones económicas internacionales entre los países emergentes con otras naciones.

_____	_____	_____	<u>  X  </u>	_____
Deficiente	Regular	Bien	Muy Bien	Excelente



4.- Qué evaluación amerita la inversión de capitales hacia las economías emergentes en relación a los fenómenos de movimiento y fluctuación de capitales.

_____	_____	X _____	_____	_____
Deficiente	Regular	Bien	Muy Bien	Excelente

5.- Qué calificación considera al potencial que tienen los mercados emergentes en las operaciones financieras.

_____	_____	_____	X _____	_____
Deficiente	Regular	Bien	Muy Bien	Excelente





## OBSERVACIÓN

OBJETIVO: Información confidencial para la Tesis de Investigación

MUESTRA: México

La observación del fenómeno llevó al análisis a la economía mexicana, por tener la característica de emergente, además de ser líder representativa del sector en América Latina. El atractivo que ofrece México a los inversionistas es la gran diversidad de su mercado, la calidad de los productos que ofrece y el potencial económico que ostenta, posee además un importante asentamiento de riqueza en sus recursos. El nivel de riesgo país para la inversión es muy favorable, guarda relaciones comerciales con EE.UU., Canadá, la Unión Europea, Sudamérica y con algunos países Asiáticos principalmente. Tiene pendientes Reformas Estructurales en su agenda nacional y de lograrse los acuerdos de estado que la comunidad internacional le demanda, tendrá un repunte importante en los mercados y en su desarrollo.



## OBSERVACIÓN

OBJETIVO: Información confidencial para la Tesis de Investigación

MUESTRA: China

La observación siguiente recae ahora sobre la República Popular China, la cual figura en el bloque de países emergentes, con un mercado doméstico de 1,300 millones de personas. Es un gigante que con la entrada a la Organización Mundial del Comercio, se coloca como una economía de un enorme potencial para su desarrollo, además de estar de moda para los inversionistas. Han creado Zonas Económicas exclusivas para el desarrollo industrial; tiene una expansión de mercado para sus productos muy significativa en el mundo, los cuales ofrecen gran competitividad por el bajo costo volumen que radica en la abundancia del recurso humano disponible. Su posición geográfica es distante para el mercado en América y Europa, lo que hace modificar costos y tiempos de entrega.



## OBSERVACIÓN

OBJETIVO: Información confidencial para la Tesis de Investigación

MUESTRA: Rusia

Finalmente observamos a Rusia como la economía emergente representativa de la Europa Occidental, tiene una posición geoestratégica con las potencias Europeas que propicia el intercambio comercial. Es del apetito de los inversionistas con búsqueda de nuevos mercados, tiene un elevado poder adquisitivo de la población, tecnología y la gran extensión de riqueza en sus recursos; aunque la aceptación de capitales no le favorece todavía. Tiene potencialmente una seria competitividad y una capacidad importante para la organización. Su crecimiento económico ha sido significativo desde la crisis que enfrentó, siendo que a la fecha es miembro como invitado permanente del grupo de los siete países más industrializados en el mundo ahora ocho con su integración.



## Anexo Número Dos

### Procesamiento de los resultados.

- ✓ DOCUMENTOS
- ✓ ENTREVISTAS
- ✓ CUESTIONARIOS
- ✓ SONDEO DE OPINIÓN
- ✓ ESCALA DE ACTITUDES
- ✓ OBSERVACIÓN





<p><b>Total</b> 913</p> <p><math>711 / 913 = 0.77945 * 100 = 77.945 \rightarrow</math> % Aprobación</p> <p><math>201 / 913 = 0.22045 * 100 = 22.045 \rightarrow</math> % Desaprobación</p>		<p><b>Total</b> 913</p> <p><math>719 / 913 = 0.78767 * 100 = 78.767 \rightarrow</math> % Aprobación</p> <p><math>194 / 913 = 0.21233 * 100 = 21.233 \rightarrow</math> % Desaprobación</p>	
<p><b>Intercambio Comercial</b></p> <p>Resultados Intercambio Comercial Positivos 761</p> <p>Resultados Intercambio Comercial Negativos 151</p> <p><b>Total</b> 913</p> <p><math>761 / 913 = 0.83425 * 100 = 83.425 \rightarrow</math> % Aprobación</p> <p><math>151 / 913 = 0.16575 * 100 = 16.575 \rightarrow</math> % Desaprobación</p>		<p><b>Riesgo de Mercado</b></p> <p>Resultados Riesgo de Mercado Positivos 629</p> <p>Resultados Riesgo de Mercado Negativos 284</p> <p><b>Total</b> 913</p> <p><math>629 / 913 = 0.68904 * 100 = 68.904 \rightarrow</math> % Aprobación</p> <p><math>284 / 913 = 0.31096 * 100 = 31.096 \rightarrow</math> % Desaprobación</p>	
<p><b>Atractivo Económico</b></p> <p>Resultados Atractivo Económico Positivos 741</p> <p>Resultados Atractivo Económico Negativos 171</p> <p><b>Total</b> 913</p> <p><math>741 / 913 = 0.81233 * 100 = 81.233 \rightarrow</math> % Aprobación</p> <p><math>171 / 913 = 0.18767 * 100 = 18.767 \rightarrow</math> % Desaprobación</p>		<p>% <b>General de Aprobación</b> 78.055</p> <p>% <b>General de Desaprobación</b> 21.945</p> <p>% <b>Total</b> 100</p>	



CONCENTRADO DE DIFERENCIALES SEGÚN PORCENTAJES																									
1 DOCUMENTOS (Periódicos, Revistas y Publicaciones)																									
Posiblemente la Rentabilidad y el Riesgo nos permiten Considerar a los Mercados Emergentes como una Opción Altamente Valorable de Inversión	Positivos									Negativos									Concentración de Resultados						
	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100	Positivos	Negativos	Total	% Aprobación	% Desaprobación
Entorno Económico							1				1										230	70	300	76.667	23.333
Intercambio Comercial								1			1										260	40	300	86.667	13.333
Fluctuación de Capitales								1			1										260	40	300	86.667	13.333
Riesgo de Mercado							1				1										230	70	300	76.667	23.333
Atractivo Económico							1					1									220	80	300	73.333	26.667
TECNICA DE ANALISIS CUALITATIVO DE INFORMACION SEMÁNTICA PARA OBTENER DIFERENCIAL											1200	300	1500	400.000	100.000										
Operaciones Realizadas																									
<i>Entorno Económico</i>												<i>Fluctuación de Capitales</i>													
Resultados Entorno Económico	Positivos	80 + 80 + 70 =	230	Resultados Fluctuación de Capitales	Positivos	70 + 80 + 80 =	230																		
Resultados Entorno Económico	Negativos	20 + 20 + 30 =	70	Resultados Fluctuación de Capitales	Negativos	30 + 20 + 20 =	70																		
<b>Total</b>			<b>300</b>	<b>Total</b>			<b>300</b>																		
$230 / 300 = 0.76667 * 100 = 76.667 \rightarrow$ % Aprobación				$230 / 300 = 0.7667 * 100 = 76.67 \rightarrow$ % Aprobación																					
$70 / 300 = 0.2333 * 100 = 23.333 \rightarrow$ % Desaprobación				$76 / 300 = 0.2333 * 100 = 23.33 \rightarrow$ % Desaprobación																					
<i>Intercambio Comercial</i>												<i>Riesgo de Mercado</i>													
Resultados Intercambio Comercial	Positivos	80 + 90 + 90 =	260	Resultados Riesgo de Mercado	Positivos	70 + 70 + 80 =	220																		
Resultados Intercambio Comercial	Negativos	20 + 10 + 10 =	40	Resultados Riesgo de Mercado	Negativos	20 + 30 + 30 =	80																		
<b>Total</b>			<b>300</b>	<b>Total</b>			<b>300</b>																		
$260 / 300 = 0.8667 * 100 = 86.67 \rightarrow$ % Aprobación				$220 / 300 = 0.7333 * 100 = 73.33 \rightarrow$ % Aprobación																					
$40 / 300 = 0.1333 * 100 = 13.33 \rightarrow$ % Desaprobación				$80 / 300 = 0.2667 * 100 = 26.67 \rightarrow$ % Desaprobación																					
<i>Atractivo Económico</i>																									
Resultados Atractivo Económico	Positivos	80 + 90 + 90 =	260																						
Resultados Atractivo Económico	Negativos	20 + 10 + 10 =	40																						
<b>Total</b>			<b>300</b>																						
$260 / 300 = 0.8667 * 100 = 86.67 \rightarrow$ % Aprobación				$40 / 300 = 0.1333 * 100 = 13.33 \rightarrow$ % Desaprobación																					



CONCENTRADO DE DIFERENCIALES SEGÚN PORCENTAJES																									
2 ENTREVISTA																									
Posiblemente la Rentabilidad y el Riesgo nos permiten Considerar a los Mercados Emergentes como una Opción Altamente Valorable de Inversión	Positivos										Negativos										Concentración de Resultados				
	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100	Positivos	Negativos	Total	% Aprobación	% Desaprobación
Entorno Económico							1			1											80	20	100	80.000	20.000
Intercambio Comercial								1		1											90	10	100	90.000	10.000
Fluctuación de Capitales						1						1									70	30	100	70.000	30.000
Riesgo de Mercado						1						1									70	30	100	70.000	30.000
Atractivo Económico								1		1											90	10	100	90.000	10.000
TECNICA DE ANALISIS CUALITATIVO DE INFORMACION SEMÁNTICA PARA OBTENER DIFERENCIAL															400	100	500	400.000	100.000						

Operaciones Realizadas									
<i>Entorno Económico</i>					<i>Fluctuación de Capitales</i>				
Resultados Entorno Económico	Positivos	80			Resultados Fluctuación de Capitales	Positivos	70		
Resultados Entorno Económico	Negativos	20			Resultados Fluctuación de Capitales	Negativos	30		
<b>Total</b>		<b>100</b>			<b>Total</b>		<b>100</b>		
$80 / 100 = 0.8000 * 100 = 80.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}$ $20 / 100 = 0.2000 * 100 = 20.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}$					$70 / 100 = 0.7000 * 100 = 70.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}$ $30 / 100 = 0.3000 * 100 = 30.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}$				
<i>Intercambio Comercial</i>					<i>Riesgo de Mercado</i>				
Resultados Intercambio Comercial	Positivos	90			Resultados Riesgo de Mercado	Positivos	70		
Resultados Intercambio Comercial	Negativos	10			Resultados Riesgo de Mercado	Negativos	30		
<b>Total</b>		<b>100</b>			<b>Total</b>		<b>100</b>		
$90 / 100 = 0.9000 * 100 = 90.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}$ $10 / 100 = 0.1000 * 100 = 10.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}$					$70 / 100 = 0.7000 * 100 = 70.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}$ $30 / 100 = 0.3000 * 100 = 30.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}$				
<i>Atractivo Económico</i>									
Resultados Atractivo Económico	Positivos	90							
Resultados Atractivo Económico	Negativos	10							
<b>Total</b>		<b>100</b>							
$90 / 100 = 0.9000 * 100 = 90.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}$ $10 / 100 = 0.1000 * 100 = 10.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}$									



CONCENTRADO DE DIFERENCIALES SEGÚN PORCENTAJES																									
3 CUESTIONARIO																									
Posiblemente la Rentabilidad y el Riesgo nos permiten Considerar a los Mercados Emergentes como una Opción Altamente Valorable de Inversión	Positivos										Negativos										Concentración de Resultados				
	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100	Positivos	Negativos	Total	% Aprobación	% Desaprobación
Entorno Económico							1				1										80	20	100	80.000	20.000
Intercambio Comercial						1						1									70	30	100	70.000	30.000
Fluctuación de Capitales							1				1										80	20	100	80.000	20.000
Riesgo de Mercado					1								1								60	40	100	60.000	40.000
Atractivo Económico						1						1									70	30	100	70.000	30.000
TECNICA DE ANALISIS CUALITATIVO DE INFORMACION SEMANTICA PARA OBTENER DIFERENCIAL															360	140	500	360.000	140.000						

Operaciones Realizadas																			
<i>Entorno Económico</i>										<i>Fluctuación de Capitales</i>									
Resultados Entorno Económico	Positivos	80	Resultados Fluctuación de Capitales	Positivos	80														
Resultados Entorno Económico	Negativos	20	Resultados Fluctuación de Capitales	Negativos	20														
<b>Total</b>		<b>100</b>	<b>Total</b>		<b>100</b>														
$80 / 100 = 0.8000 * 100 = 80.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}$ $20 / 100 = 0.2000 * 100 = 20.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}$			$80 / 100 = 0.8000 * 100 = 80.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}$ $20 / 100 = 0.2000 * 100 = 20.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}$																
<i>Intercambio Comercial</i>										<i>Riesgo de Mercado</i>									
Resultados Intercambio Comercial	Positivos	70	Resultados Riesgo de Mercado	Positivos	60														
Resultados Intercambio Comercial	Negativos	30	Resultados Riesgo de Mercado	Negativos	40														
<b>Total</b>		<b>100</b>	<b>Total</b>		<b>100</b>														
$70 / 100 = 0.7000 * 100 = 70.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}$ $30 / 100 = 0.3000 * 100 = 30.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}$			$60 / 100 = 0.6000 * 100 = 60.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}$ $40 / 100 = 0.4000 * 100 = 40.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}$																
<i>Atractivo Económico</i>																			
Resultados Atractivo Económico	Positivos	70																	
Resultados Atractivo Económico	Negativos	30																	
<b>Total</b>		<b>100</b>																	
$70 / 100 = 0.7000 * 100 = 70.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}$ $30 / 100 = 0.2667 * 100 = 30.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}$																			





CONCENTRADO DE DIFERENCIALES SEGÚN PORCENTAJES																									
4 SONDEO DE OPINION																									
Posiblemente la Rentabilidad y el Riesgo nos permiten Considerar a los Mercados Emergentes como una Opción Altamente Valorable de Inversión	Positivos										Negativos										Concentración de Resultados				
	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100	Positivos	Negativos	Total	% Aprobación	% Desaprobación
Entorno Económico							1			1											80	20	100	80.000	20.000
Intercambio Comercial								1		1											90	10	100	90.000	10.000
Fluctuación de Capitales							1			1											80	20	100	80.000	20.000
Riesgo de Mercado						1					1										70	30	100	70.000	30.000
Atractivo Económico							1			1											90	10	100	90.000	10.000
TECNICA DE ANALISIS CUALITATIVO DE INFORMACION SEMANTICA PARA OBTENER DIFERENCIAL															410	90	500	410.000	90.000						

Operaciones Realizadas									
<i>Entorno Económico</i>					<i>Fluctuación de Capitales</i>				
Resultados Entorno Económico	Positivos	80			Resultados Fluctuación de Capitales	Positivos	80		
Resultados Entorno Económico	Negativos	20			Resultados Fluctuación de Capitales	Negativos	20		
<b>Total</b>		<b>100</b>			<b>Total</b>		<b>100</b>		
$80 / 100 = 0.8000 * 100 = 80.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}$ $20 / 100 = 0.2000 * 100 = 20.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}$					$80 / 100 = 0.8000 * 100 = 80.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}$ $20 / 100 = 0.2000 * 100 = 20.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}$				
<i>Intercambio Comercial</i>					<i>Riesgo de Mercado</i>				
Resultados Intercambio Comercial	Positivos	90			Resultados Riesgo de Mercado	Positivos	70		
Resultados Intercambio Comercial	Negativos	10			Resultados Riesgo de Mercado	Negativos	30		
<b>Total</b>		<b>100</b>			<b>Total</b>		<b>100</b>		
$80 / 100 = 0.8000 * 100 = 80.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}$ $20 / 100 = 0.2000 * 100 = 20.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}$					$70 / 100 = 0.7000 * 100 = 70.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}$ $30 / 100 = 0.3000 * 100 = 30.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}$				
<i>Atractivo Económico</i>									
Resultados Atractivo Económico	Positivos	90							
Resultados Atractivo Económico	Negativos	10							
<b>Total</b>		<b>100</b>							
$90 / 100 = 0.9000 * 100 = 90.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}$ $10 / 100 = 0.1000 * 100 = 10.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}$									



CONCENTRADO DE DIFERENCIALES SEGÚN PORCENTAJES																									
5 ESCALA DE ACTITUDES																									
Posiblemente la Rentabilidad y el Riesgo nos permiten Considerar a los Mercados Emergentes como una Opción Altamente Valorable de Inversión	Positivos										Negativos										Concentración de Resultados				
	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100	Positivos	Negativos	Total	% Aprobación	% Desaprobación
Entorno Económico						1						1								70	30	100	70.000	30.000	
Intercambio Comercial								1		1										90	10	100	90.000	10.000	
Fluctuación de Capitales						1						1								70	30	100	70.000	30.000	
Riesgo de Mercado				1										1						50	50	100	50.000	50.000	
Atractivo Económico							1					1								80	20	100	80.000	20.000	
TECNICA DE ANALISIS CUALITATIVO DE INFORMACION SEMANTICA PARA OBTENER DIFERENCIAL																									
360 140 500 360.000 140.000																									

Operaciones Realizadas																			
<p><b>Entorno Económico</b></p> <p>Resultados Entorno Económico Positivos 70</p> <p>Resultados Entorno Económico Negativos 30</p> <p><b>Total 100</b></p> <p><math>70 / 100 = 0.7000 * 100 = 70.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}</math></p> <p><math>30 / 100 = 0.3000 * 100 = 30.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}</math></p>										<p><b>Fluctuación de Capitales</b></p> <p>Resultados Fluctuación de Capitales Positivos 70</p> <p>Resultados Fluctuación de Capitales Negativos 30</p> <p><b>Total 100</b></p> <p><math>70 / 100 = 0.7000 * 100 = 70.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}</math></p> <p><math>30 / 100 = 0.3000 * 100 = 30.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}</math></p>									
<p><b>Intercambio Comercial</b></p> <p>Resultados Intercambio Comercial Positivos 90</p> <p>Resultados Intercambio Comercial Negativos 10</p> <p><b>Total 100</b></p> <p><math>90 / 100 = 0.9000 * 100 = 90.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}</math></p> <p><math>10 / 100 = 0.1000 * 100 = 10.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}</math></p>										<p><b>Riesgo de Mercado</b></p> <p>Resultados Riesgo de Mercado Positivos 50</p> <p>Resultados Riesgo de Mercado Negativos 50</p> <p><b>Total 100</b></p> <p><math>50 / 100 = 0.5000 * 100 = 50.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}</math></p> <p><math>50 / 100 = 0.5000 * 100 = 50.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}</math></p>									
<p><b>Atractivo Económico</b></p> <p>Resultados Atractivo Económico Positivos 80</p> <p>Resultados Atractivo Económico Negativos 20</p> <p><b>Total 100</b></p> <p><math>80 / 100 = 0.8000 * 100 = 80.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}</math></p> <p><math>20 / 100 = 0.2000 * 100 = 20.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}</math></p>																			



Posiblemente la Rentabilidad y el Riesgo nos permiten Considerar a los Mercados Emergentes como una Opción Altamente Valorable de Inversión		CONCENTRADO DE DIFERENCIALES SEGÚN PORCENTAJES																		6 OBSERVACIÓN (MEXICO)					
		Positivos									Negativos									Concentración de Resultados					
		10	20	30	40	50	60	70	80	90	100	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100	Positivos	Negativos	Total	% Aprobación
Entorno Económico							1			1											80	20	100	80.000	20.000
Intercambio Comercial								1		1											90	10	100	90.000	10.000
Fluctuación de Capitales							1			1											80	20	100	80.000	20.000
Riesgo de Mercado						1					1										70	30	100	70.000	30.000
Atractivo Económico							1			1											90	10	100	90.000	10.000
TECNICA DE ANALISIS CUALITATIVO DE INFORMACION SEMANTICA PARA OBTENER DIFERENCIAL																				410	90	500	410.000	90.000	

Operaciones Realizadas	
<p><b>Entorno Económico</b></p> <p>Resultados Entorno Económico Positivos 80                      Resultados Entorno Económico Negativos 20                      Total 100</p> <p>80 / 100 = 0.8000 * 100 = 80.00 → % Aprobación                      20 / 100 = 0.2000 * 100 = 20.00 → % Desaprobación</p>	<p><b>Fluctuación de Capitales</b></p> <p>Resultados Fluctuación de Capitales Positivos 80                      Resultados Fluctuación de Capitales Negativos 20                      Total 100</p> <p>80 / 100 = 0.8000 * 100 = 80.00 → % Aprobación                      20 / 100 = 0.2000 * 100 = 20.00 → % Desaprobación</p>
<p><b>Intercambio Comercial</b></p> <p>Resultados Intercambio Comercial Positivos 90                      Resultados Intercambio Comercial Negativos 10                      Total 100</p> <p>90 / 100 = 0.9000 * 100 = 90.00 → % Aprobación                      10 / 100 = 0.1000 * 100 = 10.00 → % Desaprobación</p>	<p><b>Riesgo de Mercado</b></p> <p>Resultados Riesgo de Mercado Positivos 70                      Resultados Riesgo de Mercado Negativos 30                      Total 100</p> <p>70 / 100 = 0.7000 * 100 = 70.00 → % Aprobación                      30 / 100 = 0.3000 * 100 = 30.00 → % Desaprobación</p>
<p><b>Atractivo Económico</b></p> <p>Resultados Atractivo Económico Positivos 90                      Resultados Atractivo Económico Negativos 10                      Total 100</p> <p>90 / 100 = 0.9000 * 100 = 90.00 → % Aprobación                      10 / 100 = 0.1000 * 100 = 10.00 → % Desaprobación</p>	



CONCENTRADO DE DIFERENCIALES SEGÚN PORCENTAJES																									
6 OBSERVACIÓN (CHINA)																									
Posiblemente la Rentabilidad y el Riesgo nos permiten Considerar a los Mercados Emergentes como una Opción Altamente Valorable de Inversión	Positivos										Negativos										Concentración de Resultados				
	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100	Positivos	Negativos	Total	% Aprobación	% Desaprobación
Entorno Económico							1			1											80	20	100	80.000	20.000
Intercambio Comercial				1									1								60	40	100	60.000	40.000
Fluctuación de Capitales						1						1									70	30	100	70.000	30.000
Riesgo de Mercado						1						1									70	30	100	70.000	30.000
Atractivo Económico								1		1											90	10	100	90.000	10.000
TECNICA DE ANALISIS CUALITATIVO DE INFORMACION SEMANTICA PARA OBTENER DIFERENCIAL																				370	130	500	370.000	130.000	

Operaciones Realizadas																			
<i>Entorno Económico</i>										<i>Fluctuación de Capitales</i>									
Resultados Entorno Económico	Positivos	80	Resultados Fluctuación de Capitales	Positivos	70														
Resultados Entorno Económico	Negativos	20	Resultados Fluctuación de Capitales	Negativos	30														
<b>Total</b>		<b>100</b>	<b>Total</b>		<b>100</b>														
$80 / 100 = 0.8000 * 100 = 80.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}$ $20 / 100 = 0.2000 * 100 = 20.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}$			$70 / 100 = 0.7000 * 100 = 70.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}$ $30 / 100 = 0.3000 * 100 = 30.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}$																
<i>Intercambio Comercial</i>										<i>Riesgo de Mercado</i>									
Resultados Intercambio Comercial	Positivos	60	Resultados Riesgo de Mercado	Positivos	70														
Resultados Intercambio Comercial	Negativos	40	Resultados Riesgo de Mercado	Negativos	30														
<b>Total</b>		<b>100</b>	<b>Total</b>		<b>100</b>														
$60 / 100 = 0.6000 * 100 = 60.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}$ $40 / 100 = 0.4000 * 100 = 40.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}$			$70 / 100 = 0.7000 * 100 = 70.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}$ $30 / 100 = 0.3000 * 100 = 30.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}$																
<i>Atractivo Económico</i>																			
Resultados Atractivo Económico	Positivos	90																	
Resultados Atractivo Económico	Negativos	10																	
<b>Total</b>		<b>100</b>																	
$90 / 100 = 0.9000 * 100 = 90.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}$ $10 / 100 = 0.1000 * 100 = 10.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}$																			



CONCENTRADO DE DIFERENCIALES SEGÚN PORCENTAJES																									
6 OBSERVACIÓN (RUSIA)																									
Posiblemente la Rentabilidad y el Riesgo nos permiten Considerar a los Mercados Emergentes como una Opción Altamente Valorable de Inversión	Positivos									Negativos									Concentración de Resultados						
	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100	Positivos	Negativos	Total	% Aprobación	% Desaprobación
Entorno Económico								1		1											90	10	100	90.000	10.000
Intercambio Comercial								1		1											90	10	100	90.000	10.000
Fluctuación de Capitales						1						1									70	30	100	70.000	30.000
Riesgo de Mercado					1							1									70	30	100	70.000	30.000
Atractivo Económico								1		1											90	10	100	90.000	10.000
TECNICA DE ANALISIS CUALITATIVO DE INFORMACION SEMÁNTICA PARA OBTENER DIFERENCIAL											410	90	500	410.000	90.000										

Operaciones Realizadas									
<i>Entorno Económico</i>					<i>Fluctuación de Capitales</i>				
Resultados Entorno Económico	Positivos	90			Resultados Fluctuación de Capitales	Positivos	70		
Resultados Entorno Económico	Negativos	10			Resultados Fluctuación de Capitales	Negativos	30		
<b>Total</b>		<b>100</b>			<b>Total</b>		<b>100</b>		
$90 / 100 = 0.9000 * 100 = 90.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}$ $10 / 100 = 0.1000 * 100 = 10.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}$					$70 / 100 = 0.7000 * 100 = 70.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}$ $30 / 100 = 0.3000 * 100 = 30.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}$				
<i>Intercambio Comercial</i>					<i>Riesgo de Mercado</i>				
Resultados Intercambio Comercial	Positivos	90			Resultados Riesgo de Mercado	Positivos	70		
Resultados Intercambio Comercial	Negativos	10			Resultados Riesgo de Mercado	Negativos	30		
<b>Total</b>		<b>100</b>			<b>Total</b>		<b>100</b>		
$90 / 100 = 0.9000 * 100 = 90.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}$ $10 / 100 = 0.1000 * 100 = 10.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}$					$70 / 100 = 0.7000 * 100 = 70.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}$ $30 / 100 = 0.3000 * 100 = 30.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}$				
<i>Atractivo Económico</i>									
Resultados Atractivo Económico	Positivos	90							
Resultados Atractivo Económico	Negativos	10							
<b>Total</b>		<b>100</b>							
$90 / 100 = 0.9000 * 100 = 90.00 \rightarrow \% \text{ Aprobación}$ $10 / 100 = 0.1000 * 100 = 10.00 \rightarrow \% \text{ Desaprobación}$									



## Glosario de Términos.

**Acciones.-** Se refiere al título de valor proporcional en que ha sido dividido el capital de una empresa y que hace a su portador dueño de una parte de la misma.

**Acicatear.-** Este concepto se refiere al hecho de estimular o incitar a alguien.

**Activo.-** Activo es todo bien o derecho integrado como tal en la contabilidad de la entidad, sean o no de su titularidad, del cual se espera que en un futuro contribuya directa o indirectamente a la consecución de los objetivos que constituyen su actividad. Incluye, por tanto, los elementos recibidos en cesión o adscripción y excluye los entregados en cesión o adscripción.

**Activo Financiero.-** Activo que incorpora un crédito y constituye, simultáneamente, una forma de mantener riqueza para sus titulares o poseedores, y un pasivo o deuda para las unidades económicas que lo generan. Son activos financieros típicos: el dinero, los títulos-valores y los depósitos bancarios.

**Amortización.-** Devolución de un préstamo a plazos. Reembolso parcial o total de la parte desembolsada y pendiente de un crédito o préstamo.

**Anómalo.-** El término se refiere a la irregularidad o a la falta de adecuación de la norma o regla general o del comportamiento.



**Apalancamiento.-** Utilización de la deuda para aumentar la rentabilidad esperada del capital propio. El apalancamiento financiero se mide como la relación entre deuda a largo plazo y deuda a largo plazo mas capital propio.

**Apreciación.-** Incremento de la cotización de una moneda o divisa o de un valor negociable en determinados mercados.

**Atisbo.-** Juicio que se forma por señales que se observan. Presunción.

**Austeridad.-** Se refiere a la rigidez o severidad de la utilización de los recursos o de uso en forma moderada y racionalizada.

**Balanza de Pagos.-** Es un documento contable en el que se registran las transacciones realizadas por un país con el resto del mundo durante un período de tiempo determinado (por lo general de un año). La balanza de pagos suministra información detallada sobre todas las transacciones financieras. La diferencia entre ingresos y pagos se denomina saldo. Las transacciones registradas por la balanza de pagos se agrupan en dos grandes categorías: la balanza por cuenta corriente y la balanza por cuenta de capital.

**Balanza de Renta.-** Es el registro de los pagos a los factores de la producción, que por definición no acarrea ninguna transformación, antes de convertirse en renta o ingreso de sus propietarios; intereses devengados por depósitos bancarios, títulos de la deuda y otros préstamos y dividendos percibidos por participación del capital, utilidades reinvertidas y crédito a la inversión directa.



**Balanza por Cuenta Corriente.-** Es la cuenta que agrupa los bienes, servicios, rentas y transferencias netas unilaterales efectuadas mediante transacciones bilaterales o unilaterales con el exterior en un periodo determinado. En las transferencias netas unilaterales se incluyen las corrientes y las de capital. Es útil separar las transferencias corrientes de las transferencias de capital, ya que las primeras permiten determinar el ingreso nacional disponible y las segundas el ahorro.

**Bandas de Fluctuación.-** Es el espacio dentro del cual puede fluctuar o moverse o una determinada moneda en sus tipos de cambio con relación a su paridad. Este espacio está delimitado por unos márgenes por arriba y por abajo. Esta banda se define en torno a un tipo de cambio central prefijado, como porcentaje máximo de revaluación o devaluación que puede alcanzar la cotización de una moneda en el mercado.

**Beligerante.-** Este término se refiere al estado bélico o de confronta militar que guarda un pueblo o una nación y su participación en un conflicto armado en condiciones reconocidas por el derecho internacional.

**Bolsa.-** Mercado donde se realizan operaciones financieras con acciones y obligaciones que poseen un precio público que se denomina cotización o cambio. Reciben el nombre de bolsa desde que, en el siglo XIII, en la ciudad de Brujas, una familia noble, encabezada por Van Der Buerse, realizaba reuniones de carácter mercantil. El escudo de armas de esta familia estaba representado por tres bolsas de plata, las monederas de la época.





Para la fecha, el volumen de las negociaciones, la importancia de esta familia y las transacciones que allí se realizaban le dieron el nombre a lo que actualmente se conoce como "bolsa", por el apellido Buerse. Este término se traduce como bourse y en alemán se utiliza la palabra börse.

**Bono.-** Deuda no garantizada, con un vencimiento normalmente inferior a diez años.

**Título.-** Valor que otorga al tenedor (acreedor) el derecho a reclamar un flujo específico de pagos por parte del emisor (deudor). Los bonos son títulos de deuda y se clasifican como deudas de un Estado, un organismo público o una empresa. Al emitirlos se especifica el tipo de interés que devengarán, la fecha y las condiciones de su reembolso. Los bonos pueden emitirse en suscripción pública o en colocación privada.

**Bonos Brady.-** Bonos emitidos por los gobiernos bajo el esquema del Plan Brady para reestructurar la deuda externa con la Banca Comercial y otros acreedores privados. En el caso del Perú se emitieron bonos por concepto de principal y por intereses denominados Bonos de Interés Flotante (Floating Rate Bonds), los Bonos Par (Par Bonds), los Bonos de Descuento (Discount Bonds) y Bonos de Intereses atrasados (Past Due Interest).



**Bonos del Tesoro.-** Deuda del Estado con vencimiento inferior a 18 meses, emitida al descuento y al portador, en los que también se emiten obligaciones y bonos simples que pueden emitir los Bancos y Cajas de Ahorros con la garantía de sus bienes y derechos, con objeto de captar recursos.

**Bursátil.-** Todo lo relacionado con el mercado de la bolsa de valores, a los valores y títulos ahí negociables y a las operaciones llevadas a efecto en ellas.

**Capital.-** Patrimonio poseído susceptible de producir una renta. Capital real: edificios, equipos y otros materiales utilizados en el proceso de producción y que han sido producidos a su vez en el pasado. Capital financiero: fondos disponibles para la compra de capital real, o activos financieros, tales como bonos o acciones. Bajo el punto de vista bursátil, un capital es un caudal de dinero colocado, o destinado a serlo, en valores.

**Capitales.-** Recursos, bienes y valores disponibles en un momento determinado para la satisfacción de necesidades futuras. Es decir, es el patrimonio poseído susceptible de generar una renta. Constituye uno de los tres principales elementos que se requieren para producir un bien o servicio.

**Capitalismo.-** Sistema o régimen económico en el que predomina el capital como elemento de producción y creador de riqueza, pudiendo, dicho capital, ser propiedad de personas jurídicas o de personas naturales no asociadas empresarialmente a otras.



**Certificación ISO.-** El movimiento ISO como tal se originó en Europa con la Organización Internacional de Estandarización y se refiere al título que reciben aquellas entidades que luego de un proceso se les otorga este reconocimiento en el cual se crean cambios en la cultura organizacional que resulten en mayor productividad y la instalación de un sistema general de calidad enfocados al cliente,

**Clientes.-** Persona física o jurídica que realiza transacciones de compra-venta de Contratos en el Mercado accediendo a él a través de un Miembro.

**Colapso.-** Postración de fuerzas vitales en forma repentina. Paralización de los negocios, generalmente transitoria.

**Comunismo.-** Teoría de la colectivización de los medios de producción de la repartición de los bienes de consumo según las necesidades del individuo. Sistema que se propone abolir el derecho de propiedad privada y establecer la comunidad de los bienes.

**Concomitantes.-** Se refiere al acto de participar en forma simultánea en ciertas actividades o en los hechos.

**Corrupción.-** Conjunto de actitudes y actividades por las cuales los gobernantes y/o los funcionarios no buscan el bien común, para lo que han sido elegidos y/o nombrados en esencia, y se dedican a aprovechar los recursos del Estado para enriquecerse



**Cotización.-** Precio registrado en una Bolsa cuando se realiza una negociación de valores.

**Cotizaciones.-** Es el precio de equilibrio para un título en función de la oferta y la demanda. Igualmente se utiliza este nombre para el precio al que se ha realizado la compra o la venta de un valor o de una divisa en la bolsa o en los mercados monetarios

**Crédito.-** Obtención de recursos en el presente sin efectuar un pago inmediato, bajo la promesa de restituirlos en el futuro en condiciones previamente establecidas. El crédito bancario (en términos más estrictos, apertura de crédito en cuenta corriente), es un contrato por el cual la Entidad Financiera pone a disposición del cliente cierta cantidad de dinero, el cual deberá de devolver con intereses y sumándole una comisión según los plazos pactados.

**Crisis.-** Se entiende el término a la fase de recesión económica continuada que en la economía de un país se caracteriza por la depreciación de su moneda, el ascenso del desempleo, deterioro de la rentabilidad, el desequilibrio en la producción y el consumo.

**Cuenta Corriente.-** Parte de la balanza de pagos que registra las transacciones que involucran importaciones y exportaciones de bienes y servicios.



**Défit.-** En el comercio, descubierto que resulta comparando el haber o caudal existente con el fondo o capital puesto en la empresa. La diferencia que resulta de comparar el activo y el pasivo de una entidad, cuando el importe del último es superior al del primero

**Demanda.-** Deseo o plan de adquisición de un bien o de un conjunto de bienes. En general se admite que la demanda depende del precio del bien, de la renta del sujeto y de los precios de los bienes que son sustitutivos o complementarios del primero.

**Depósitos.-** Ingreso de dinero a la cuenta corriente, realizado por el cliente.

**Depreciación.-** Reducción en el valor contable o de mercado de un activo.

**Derivados.-** Los Derivados son productos financieros que cubren el riesgo (normalmente derivado de los cambios de precio) de un activo principal (denominado activo subyacente), que puede ser acciones cotizadas, tipos de interés, tipos de cambio de divisas, índices bursátiles, bonos y obligaciones cotizados en renta fija, etc.

**Desaceleración.-** Proceso de disminución transitorio del ritmo de crecimiento de una magnitud económica, y que se manifiesta porque en un periodo dado la tasa de crecimiento es menor que en igual periodo inmediatamente anterior.

**Determinismo.-** Se refiere a la teoría según la cual los fenómenos naturales y los hechos humanos están motivados por las circunstancias o condiciones en que se producen.



**Deuda.**- Cantidad de dinero o bienes que una persona, empresa o país debe a otra y que constituyen obligaciones que se deben saldar en un plazo determinado. Por su origen la deuda puede clasificarse en interna y externa; en tanto que por su destino puede ser pública o privada.

**Deuda Externa.**- Deuda de un país con residentes en el extranjero y que se paga en moneda extranjera.

**Devaluación.**- Reducción del valor de la moneda nacional en relación con las monedas extranjeras

**Dimisión.**- Se refiere al acto de renunciar a ciertas posesiones o posiciones a los cargos o encomiendas.

**Dislocación.**- Se refiere a separar las partes de un todo o su dispersión.

**Dividendos.**- Es el pago que una empresa efectúa a sus accionistas por el rendimiento de su inversión.

**Divisa.**- Cualquier moneda o efecto mercantil (cheques, giros, letras de cambio, órdenes de pago y derechos especiales de giro) aceptado internacionalmente como medio de pago. Bajo esta denominación se incluyen todos los haberes cuyo pago se efectúa en el extranjero. En términos generales se da este nombre a toda la moneda extranjera.



**Endógeno.-** Este término refiere a la formación de un fenómeno desde el interior.

**Especulativo.-** Se refiere al efectuar operaciones comerciales o financieras, cuyo beneficio se obtendrá por las variaciones de los cambios en los precios.

**Exacerbar.-** Hacer más intenso un sentimiento o agravar un padecimiento.

**Exiguas.-** Término que se da a algo insuficiente o escaso.

**Exógenos.-** Este término refiere a lo opuesto del endógeno y por consecuencia a la formación de un fenómeno que se produce en el exterior.

**Financiación.-** Se deriva de las ventas de nuevas acciones o bonos por parte de una empresa para propósitos de incremento de capital.

**Flotación.-** Se da este nombre a la situación en que se encuentran las divisas en aquellos mercados de cambios amplios y que no están intervenidos

**Fondos de Inversión.-** Son las Sociedades de Inversión que realizan captaciones, inversiones y administran los recursos de un amplio número de pequeños y medianos ahorradores para conformar un capital importante y colocarlo en una "canasta" que contenga instrumentos del mercado de valores, acciones o títulos de deuda con la finalidad de optimizar los recursos y obtener altos rendimientos.



**Forward.-** Contratos de futuros no normalizados que se confeccionan a medida de la operación y que no se negocian en mercados organizados

**Futuros.-** Contratos de compra de un título o mercancía en fecha futura a un precio determinado hoy. Es un tipo de contrato sobre tipos de interés, divisas, acciones, materias primas u otros activos financieros, que se fija en un momento determinado y que vence en un momento posterior o futuro. Estos contratos se negocian en la bolsa en un mercado llamado de derivados o de futuros.

**Globalización.-** Se trata del término que se da a la internacionalización de los mercados financieros u otros fenómenos económicos, al tiempo que se acrecienta el intercambio de ideas, la información, el capital, los bienes, los servicios y las personas en el entorno mundial.

**Gurús.-** Personas a quienes se considera como guías en un movimiento ideológico o de sistema.

**Hedgefund.-** También llamado Fondo Protegido. Son sociedades de inversión privada para inversionistas estadounidenses o de una corporación de inversiones extranjera no estadounidense exentos de impuesto en donde el socio general ha hecho una inversión personal importante y cuyos memoranda de ofrecimiento permiten que el fondo tome posiciones a corto y a largo plazo, use apalancamientos y derivados e invierta en muchos mercados, así mismo, los inversionistas iniciadores están obligados a permanecer como mínimo un año dentro del fondo; la inversión mínima sustancial va de los 250 mil a los 10 millones de dólares.





**Imperialismo.-** Se refiere a la política expansionista de un estado en el aspecto continental, colonial, marítimo o económico tendiente a poner a otros estados bajo su dependencia, dando lugar al estadio supremo del capitalismo caracterizado por el dominio de los monopolios, el desarrollo de las sociedades multinacionales, dominando moralmente incluso el entorno.

**Indexación.-** Procedimiento de ajuste mediante el cual una variable es modificada automáticamente en función de un índice determinado, es decir, el ajuste automático de los pagos (salarios, sueldos, intereses, tarifas, impuestos y otros pagos) para tener en cuenta la influencia de la inflación utilizando un índice de precios.

**Inestabilidad.-** Pérdida del equilibrio en determinados factores que aquejan a los individuos a los fenómenos o a los eventos económicos.

**Inflación.-** Elevación de los precios de los productos y de los servicios y por tanto disminución del poder adquisitivo del dinero. Se mide mediante el IPC.

**Input.-** Término inglés utilizado para designar a todos aquellos productos o servicios, incluyendo la energía, que son introducidos en el proceso productivo y que, una vez transformados y combinados, dan lugar a los productos terminados.

**Insumos.-** Cualquier bien o servicio que una empresa utiliza para producir un artículo o un servicio en su caso.



**Interés.-** Remuneración que se paga o se recibe por el uso temporal de dinero. El interés es la cantidad de dinero expresada en monedas y el tipo de interés es esta cantidad expresada en porcentaje.

**Interés Nominal.-** Es el interés que deriva sin en el ajuste por la inflación.

**Internalización.-** Se refiere al término que indica el asimilar ideas o emociones provenientes del exterior de forma que no se distinguen como adquiridos.

**Intrínseco.-** Término que se refiere a algo que es propio por sí mismo.

**Joint Venture.-** Es un contrato de asociación temporal para realizar una determinada actividad entre dos o más socios que suscriben un compromiso de negocio, con aportaciones de los medios necesarios, como instalaciones, equipos, financiación; su naturaleza es la de una sociedad mercantil irregular.

**Laxo.-** Flojo, que no tiene la tensión o firmeza que debería tener naturalmente.

**Liquidez.-** Dinero en efectivo o en futuros activos financieros fácilmente convertibles en dinero. Es una de las características que definen una inversión junto con la seguridad y la rentabilidad.

**Macroeconómico.-** Parte de la ciencia económica que estudia los aspectos globales de la economía: ciclos, crecimiento, inflación, empleo, etc. Se complementa con la microeconomía.



Magreb.- Mágreb, Magreb o Maghreb (en árabe *مغرب*) es una voz árabe que significa lugar por donde se pone el sol, el poniente, la parte más occidental del Mundo Árabe. La parte opuesta se denomina Máshreq o Levante. Tradicionalmente se ha llamado Mágreb a la región del Norte de África que comprende los países de Marruecos, Túnez y Argelia, aunque más modernamente se incluye también a Mauritania, Sahara Occidental y Libia. Este último país es, geográfica y culturalmente, puente entre el Máshreq y el Mágreb, aunque políticamente se encuadra en este último. A veces se utiliza la expresión Gran Mágreb, bien para distinguirlo del Mágreb reducido original, bien como mero calco del árabe, ya que en esta lengua Mágreb a secas es también el nombre de Marruecos (originalmente llamado Al-Magrib al-Aqsà o el Extremo Poniente). También se utiliza la expresión Mágreb Árabe en el mismo sentido, aunque su significado es confuso ya que da a entender que se contrapone a un Mágreb no árabe: en realidad aquí hay que entender mágreb no como nombre propio sino con su significado literal en árabe; así, la traducción exacta de la expresión es Poniente Árabe, esto es, la parte más occidental del Mundo Árabe. Como entidad política, existe la Unión del Mágreb Árabe (UMA), que agrupa a todos los países de la zona (el Sáhara Occidental como parte de Marruecos). Por contraposición a Magreb, el movimiento amazigh o bereber utiliza el término Tamazgha.

Mercado.- Lugar en el que se ofrecen productos a la venta, normalmente con una periodicidad fijada. Existen en él unas reglas basadas sobretodo en la costumbre para regular las negociaciones. Actualmente el desarrollo de las comunicaciones permite que exista un mercado sin necesidad de un lugar físico.



**Mercado de Derivados.-** Son mercados en los cuales se negocian los activos cuyos precios se derivan a partir de los valores de la base, ejemplos de las operaciones que se transan son futuros, opciones, warrants. Un Derivado es cualquier instrumento cuyo valor depende (se deriva) de otros bienes subyacentes que pueden ser acciones, divisas, índices financieros entre otros.

**Mercado de Valores.-** Comprende el conjunto de instituciones a través de las cuales los oferentes y demandantes de títulos accionarios y/o obligaciones realizan sus transacciones.

**Mercado Emergente.-** Son los mercados de capitales de economías en desarrollo o en fase de maduración donde las Instituciones financieras y las compañías multinacionales ven oportunidades rentables para efectuar inversiones financieras o especulativas.

**Mercados OTC ( over the counter ).-** Mercado informal que no tiene lugar en un mercado bursátil. Usado específicamente para el mercado Nasdaq de acciones ordinarias.

**Modélico.-** Básicamente se refiere al término que se da a ciertos individuos o eventos cuya capacidad o importancia sirve como ejemplo de otros.

**Monopolios.-** Se denomina a aquellos que tienen el control de la producción y la distribución de un producto o servicio por parte de una firma o un grupo de firmas que actúan de manera concertada.



**Moratoria.-** Ampliación de un plazo de tiempo original, que se concede para abonar una deuda vencida.

**Nacionalización.-** Acto por el que pasan a depender del estado las propiedades, industriales o servicios públicos. Es lo contrario de privatización

**Nasdaq.-** Acrónimo de National Association of Securities Dealers Automated Quotations System. Es el mercado electrónico de la Bolsa de New York en el que cotizan 3.000 sociedades no admitidas en los otros dos mercados (Nyse y Amex).

**Neoliberal.-** Se dice sobre la tendencia política basada en el liberalismo, que concede al estado una intervención limitada en los asuntos jurídicos y económicos.

**Oferta.-** Cantidad de un bien que se ofrece en un mercado a un precio determinado.

**Off-Shore.-** Término utilizado en los EE.UU. para cualquier organización financiera con sede fuera de su país.

**Oligarca.-** Del término que refiere al régimen político en el que el poder se centra en una minoría, se ejerce por un grupo limitado de personas de una clase social dirigente.

**Oneroso.-** Se aplica al costo elevado de algo, o también al servicio o cambio de dominio que se hace mediante prestaciones recíprocas.



**Opacidad.-** Se refiere a la falta de brillantez o claridad en las palabras, los argumentos o en los objetos.

**Opciones.-** Es un contrato que se negocia en los mercados de futuros. Otorga al comprador el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender una cantidad de acciones u otros activos financieros, durante un periodo de tiempo determinado, pagando una prima. A cambio de esta prima el vendedor vende o crea dicho derecho.

**Operación.-** Acto intencionado para negociar algo según unas reglas preestablecidas.

**Operaciones Spot.-** Son operaciones de compra y venta de divisas, del mercado cambiario y libre, bajo las modalidades de transferencias o cheques. Su cumplimiento es el mismo día de la operación y tanto la compra como la venta se negocian pago contra entrega.

**Ortodoxo.-** Término que se refiere a la conformidad de los principios tradicionales en cualquier dominio, verdadero de acuerdo a la opinión de la mayoría.

**Pagarés.-** Documento privado por el que una persona se compromete a pagar a otra, o a su orden, una cantidad determinada en una fecha fija.

**Paliar.-** Atenuar un sufrimiento físico o moral, una pena o un disgusto.



**Paradigma.-** Ejemplo o modelo que se toma como referencia o punto de comparación.

**Pasivo.-** Es el conjunto o segmento cuantificable, de las obligaciones presentes de una entidad, virtualmente ineludibles, de transferir activos o proporcionar servicios en el futuro a otras entidades, como consecuencia de transacciones o eventos pasados.

**Plusvalía.-** Beneficio que se realiza al vender un activo a un precio superior al de su adquisición. Se llama plusvalía potencial o teórica a la calculada en función del precio de mercado, pero sin haber realizado la venta.

**Pool.-** Se relaciona con el término Consorcio, según se usa en la frase "consorcio de financiamiento", el concepto de que los proyectos de inversión se financian fuera del consorcio de fondos y no fuera de bonos, acciones preferentes y acciones comunes de manera individual.

**Pragmático.-** Es un criterio válido para juzgar la verdad según los efectos prácticos en la vida y la propensión a adaptarse a las condiciones reales.

**Privatización.-** El efecto que se da al vender al sector privado de la economía un activo del sector público, contrario a la nacionalización.

**Procíclico.-** Se da este término a los eventos que ocurren con posterioridad y de manera continua a un fenómeno en una etapa y sus procesos.



**Productividad.-** Relación medible que se da entre una producción dada y el conjunto de factores empleados.

**Producto Interno Bruto.-** Conocido como PIB, es el valor total de los bienes y servicios producidos en un país en un periodo de tiempo determinado, deduciendo lo consumido en la producción.

**Proveedores.-** Se denomina a aquellas personas o entidades que producen o venden mercancías o servicios y las consignan, o de otra manera las hace disponibles en el comercio.

**PYMES.-** Término que se refiere a las Pequeñas y Medianas Empresas.

**Quiebra Técnica.-** Estado legal de una sociedad que hace perder la disposición y administración de sus bienes, y que según un criterio jurídico se procede a la liquidación del patrimonio de la sociedad para el reparto entre los acreedores, como consecuencia de la incapacidad de la sociedad para hacer frente a las deudas contraídas en el ejercicio de su actividad.

**Ralentización.-** Se refiere a hacer más lento o frenar una acción o una actividad

**Ranking.-** Clasificación que ordena a sus elementos por orden de importancia o preferencia.





**Rating.-** Palabra inglesa que se puede traducir como clasificación. En Economía y finanzas se utiliza preferentemente para clasificar las sociedades por su solvencia financiera.

**Ratio.-** Palabra inglesa muy utilizada en economía y finanzas que se puede traducir como relación o proporción entre dos magnitudes financieras, reflejan una situación concreta de rentabilidad, de nivel de inversión, etc. Por ejemplo el Per es un ratio entre los beneficios netos y la cotización en bolsa.

**Recesión.-** Disminución de la actividad económica de un país dentro de sus ciclos económicos. Técnicamente se produce una recesión cuando el crecimiento del PIB es negativo de forma consecutiva durante tres trimestres. Cuando la recesión es muy profunda y prolongada se llama depresión.

**Reformas Estructurales.-** Las reformas estructurales, son el conjunto de propuestas (llamémosle agenda) que los organismos internacionales y las potencias económicas, imponen en las economías subdesarrolladas y emergentes, bajo la pena, amenaza o sugerencia, de que si no son impulsadas, los países perderán competitividad. Es una manera de abaratar los costos de producción, en un mercado globalizado.

Por la teoría económica de la ventaja, conocemos, que los países deben dedicarse a aquellos rubros o actividades en los que son más eficientes, para obtener más ingresos y evitar desperdiciar sus esfuerzos, en el desarrollo de actividades que no reditúan, o que dejan muy poco margen de ganancia, neoliberalismo puro.



Las reformas contemplan cambios en seis grandes rubros: Reforma Electoral, Reforma del Poder Legislativo, Reformas al Federalismo Hacendario, Reforma Presupuestaria, Reforma Energética y Reforma Laboral.

**Remonetización.-** Es el incremento de los saldos monetarios que las personas y las empresas mantienen en su poder para realizar sus transacciones. En la medida en que se reducen las tasas de interés y la inflación baja, a la vez que hay expectativas de crecimiento positivas, el público aumenta su demanda por billetes y monedas propiciando la remonetización.

**Rentabilidad.-** Obtención de beneficios en una actividad económica o financiera. Es una de las características que definen una inversión junto con la seguridad y la liquidez.

**Repos.-** Nombre con el que se conoce en los mercados financieros las operaciones con pacto de recompra.

**Reserva.-** Segregación de ganancias retenidas para proporcionar el pago de beneficios como dividendos, contingencias, mejoras o retiro de acciones preferentes.

**Restricciones.-** Limitación o reducción en el uso o gasto de algunas actividades, acciones o particularidades.

**Reticencia.-** Se trata de la acción y resultado de callar parte de una cosa o de insinuarla, dando a entender por lo general con malicia, que se está ocultando una parte con reserva o desconfianza.



**Revalorización.-** Aumento de valor de una operación o de un título específico.

**Riesgo.-** Es la posibilidad de que el rendimiento esperado en una operación o inversión no se realice a entera satisfacción.

**S.E.C.-** Securities an Exchange Comisión ( Comisión de Bolsa y Valores )  
Agencia Federal creada por la Ley de Bolsa de Valores de 1934.

**Sistemas de Bandas.-** Constituye una alternativa intermedia entre la flotación pura y la fijación, que podría reducir en alguna medida las deficiencias de ambos sistemas al tiempo que rescata también en cierto grado las principales virtudes de cada uno de ellos.

**Socavar.-** Cavar una cosa por debajo, dejándola en falso debilitando su estructura.

**Software.-** Conjunto de programas procesados y reglados, y eventualmente documentación, relativos al funcionamiento de un conjunto de tratamiento de información por su ordenador.

**Solvencia.-** Capacidad de pagar las deudas a su vencimiento.

**Stock.-** Se da este nombre a las Acciones propiedad de una corporación que son un reclamo en las ganancias y en sus activos.



**Subjetivismo.-** Se refiere a la actitud que solo admite la realidad de este tipo, que varía con el juicio, los sentimientos, las costumbres del sujeto pensante, a una consciencia individual.

**Subyacente.-** Título o activo financiero sobre el que se efectúa la negociación de una opción. Ambos cotizan de forma paralela en mercados financieros diferentes: el subyacente en un mercado al contado y la opción en un mercado de futuros.

**Superávit.-** Exceso de los ingresos sobre los gastos.

**Swaps.-** Acuerdo por el que dos empresas se prestan mutuamente en distintos términos; por ejemplo, en distinta divisa o una a tipo de interés fijo y otra a tipo de interés variable.

**Tasa de Intermediación.-** Se denomina así al "spread", o diferencial entre el costo de captación y el interés que aplican a sus clientes.

**Tasa de Paro.-** La tasa de paro se calcula sobre el conjunto de la población activa y recoge la relación porcentual entre la población parada y la población activa. Para su cálculo se considera la población residente en viviendas familiares de 16 y más años. Unidad de medida: %.

**Tasas de Interés.-** Precio que se paga por el uso del dinero ajeno. Rendimiento que se obtiene al prestar o hacer un depósito en dinero.



**Tecnificación.-** Se refiere a la acción y efecto de introducir procedimientos técnicos en un tipo de producción.

**Tesobonos.-** Bonos de la Tesorería de la Federación. Títulos de crédito denominados en moneda extranjera a mediano y largo plazo en los cuales se consigna la obligación del gobierno federal de pagar una suma en moneda nacional, equivalente al valor en moneda extranjera calculada al tipo de cambio al momento de su vencimiento.

**Títulos.-** Documento necesarios para ejercitar el derecho literal y autónomo mencionado en él. También se conoce como título-valor. Por ejemplo: las acciones son títulos.

**Trade-off.-** Es una variable como costo, servicio, prestaciones, con los cuales se puede jugar para hacer o crear una posición estratégica en el mercado, es decir trade off significa: "mas de una cosa requiere menos de otra" son parte de la estrategia, la esencia de la estrategia es decidir que no hacer. Sin trade offs no habría necesidad de decidir, y por eso no habría necesidad alguna de tener estrategia.

**Trasnacionales.-** Se refiere a las instituciones al servicio de la humanidad entera, que supera las barreras del nacionalismo y del chauvinismo; que aporta capitales a países carentes de ellos, difunde las formas modernas de organización productiva, transfiere tecnología y conocimientos inaccesibles de otro modo, abre mercados externos a la exportación, crea empleos locales y paga mejores salarios que las empresas locales.



**Trasvase.-** Pasar el contenido, la información o los atributos de un objeto, un esquema o incluso de un individuo de su lugar de origen a otro semejante.

**Turbulencia.-** En idioma español el término "turbulencia" puede significar: turbio, confuso, desordenado, alborotado o perturbado. Todos los términos convergen a decir que el estado de turbulencia de cualquier fenómeno implica serias dificultades para prever su evolución futura. En el mundo de los negocios se dice que un entorno es turbulento cuando se produce una sucesión de cambios abruptos e imprevisibles que impactan desestabilizando el sistema en el que funciona la empresa, dificultando su capacidad de adaptación. Un mercado turbulento es, entonces, un mercado en el que el choque de tendencias contradictorias o contrapuestas dificulta la toma de decisiones por parte de las empresas, porque los resultados que se pueden esperar de tales decisiones son altamente inciertos.

**Volatilidad.-** Medida y grado de oscilación alrededor de un valor medio. Se usa en los mercados financieros para diferenciar los activos financieros estables de los que no lo son.

**Vulnerabilidad.-** Se da este término a aquellos individuos, eventos, fenómenos o cosas que por su cualidad pueden recibir un daño o perjuicio físico o moral y los vuelve sensibles a las percepciones del exterior influyendo significativamente en sí mismos.



**Warrants.-** Opción de compra a largo plazo emitida por la empresa, otorgan a su poseedor el derecho, pero no la obligación, a comprar (CALL) o a vender (PUT) un número determinado de títulos sobre un activo (Subyacente), a un Precio de Ejercicio determinado (Strike), en una fecha prefijada de antemano (Vencimiento). Un Warrant es, por lo tanto, un Contrato a Plazo.

Los Warrants ofrecen la posibilidad de potenciar la capacidad de inversión también cuando el mercado es bajista, cuándo los precios descienden. Si la inversión que se realiza es a vencimiento, es decir, no se deshace durante la vida del Warrant, solamente se recupera cuando se supere el Punto Muerto. No obstante, no debe olvidarse que se está hablando de valores a vencimiento. Se puede potenciar la capacidad de inversión mediante la Compra y posterior Venta de la Prima del Warrant en el mercado y obtener, de esta forma, los resultados en función del horizonte Temporal de cada uno de los inversores. Esto es posible gracias al Apalancamiento o Elasticidad del Warrant.

