

Cuadernos del Sur

Año 14 - N° 27

Octubre de 1998

La crisis asiática y la inestabilidad financiera mundial*

Jesús Albarracín y Pedro Montes

Por razones aun no explicadas, el hado del capitalismo suele escoger el mes de octubre para desencadenar los *crash* bursátiles. Así ocurrió en octubre de 1929 y así volvió a suceder en el de 1987. No resulta raro, pues, que conforme se acercaba la tercera semana de octubre de 1997, en la que se cumplía el aniversario de estas crisis, el nerviosismo se apoderara de los medios financieros.

Los días previos, toda la prensa económica se había hecho eco de dichos aniversarios. Para los más de los expertos y analistas, no había razones para preocuparse porque, argüían, “la expansión económica está asentada en bases firmes”, “los mercados financieros son más sólidos que en 1929”, “funcionarán los mecanismos de seguridad introducidos

* Este artículo fue elaborado en los inicios del año en curso cuando la crisis financiera de 1997 parecía haberse superado y la especulación bursátil retomaba su curso ascendente. Sin embargo la nueva recaída en la crisis demuestra, como aquí se dice, que los problemas de fondo observados en la enorme inestabilidad financiera siguen vigentes.

a raíz del *crash* de 1929 y 1987”, etc. Pero para unos pocos, el paralelismo de la evolución de las bolsas con lo que sucedió en los momentos previos al *crash* de 1929 y 1987 era sorprendente. Tan sorprendente, que el viernes 24 de octubre, coincidiendo con la fecha del inicio del *crash* de 1929, la Bolsa de Nueva York cerró la sesión con importantes pérdidas y el lunes siguiente simplemente se desplomó y hubo que cerrarla precipitadamente antes de hora para evitar males mayores, sobrepasados los mecanismos de seguridad.

Lo sucedido desde entonces, y hasta el momento de escribir el presente artículo —marzo de 1998—, no puede compararse con lo que ocurrió hace diez años —caídas muy agudas y generalizadas de los mercados de valores— y, mucho menos, con el desarrollo de los acontecimientos después del “martes negro” de 1929 —desplome de las cotizaciones e inicio de la Gran Depresión—. Por un lado, con la zozobra de octubre, ha aparecido con toda su crudeza la llamada “crisis asiática” justificando de algún modo la inquietud con que algunos veían aproximarse aquellos días. Pero, por otro, como si el cie-

re forzoso de Wall Street hubiese sido una pesadilla, en mal momento no vivido, la mayoría de las bolsas occidentales han emprendido una carrera alcista tan imparable como disparatada. Estos fenómenos bastante contradictorios y chocantes, de difícil explicación, acentúan, cuando menos, la anormalidad de la situación y los rasgos fantasiosos y especulativos que ha adquirido el capitalismo. En última instancia, dejan patente que los problemas de fondo derivados de la enorme inestabilidad financiera en la que se asienta el sistema siguen vigentes.

La hipertrofia financiera

En las fases recesivas de larga duración como la actual, iniciada al principio de los años setenta por la caída de la tasa de beneficio, el capital, a falta de una rentabilidad suficiente en la esfera productiva, se dirige hacia los mercados de capitales y de divisas, lo que convierte a la especulación en una de las actividades más rentables y genera una economía financiera cada vez más separada y ajena a la economía real. Esta no es una característica de la fase recesiva actual, pues ya ocurrió en la crisis del último tercio del siglo pasado y, sobre todo, en los años treinta, pero en la actualidad este fenómeno ha adquirido unas proporciones insólitas, como consecuencia del propio desarrollo y evolución del sistema, del avance tecnológico y de la he-

gemonía del neoliberalismo y su defensa de la libertad absoluta de los movimientos de capital.

Durante los últimos años, los elevados déficits públicos y la financiación ortodoxa de los mismos han llevado a un endeudamiento público que no tiene precedentes en la historias del capitalismo. Puede estimarse que, desde el inicio de la crisis económica, los mercados de capitales se han visto engordados por activos emitidos por los Estados que superan los 10 billones de dólares. El endeudamiento bruto del sector público de los veintiún países de la OCDE, en solo dieciséis años, ha pasado del 41,7 por 100 del PIB en 1981 al 70,7 por 100 en 1997. A la deuda pública hay que sumar la de las empresas y las economías domésticas, que también ha sido creciente, levantándose sobre estos cimientos un enorme edificio financiero, con los andamiajes que proporciona la multiplicación del crédito: los Estados emiten deuda, las empresas o los fondos de inversión los compran, financiándolos con su propia deuda, y así sucesivamente en una sucesión que no encuentra fin. Surgen nuevos intermediarios, se inventan nuevos tipos de títulos, nuevas formas de financiación, nuevas operaciones, dando lugar a un proceso de innovación e ingeniería financieras que amplía, ilimitada e incontroladamente el edificio (el castillo de naipes por mejor decir) y

da todas las facilidades a la especulación. El resultado es que sobre el capital directamente productivo se ha creado una enorme montaña de papel —capital ficticio—, agrietada, susceptible de sufrir corrimientos y desplomes, que ha introducido una gran inestabilidad en el funcionamiento global del capitalismo.

En un contexto de libertad absoluta para los movimientos internacionales de capital, la hipertrofia financiera se refleja también en las cuentas exteriores. El auge del libre cambio y las facilidades para financiar importantes déficits de la balanza de pagos durante períodos prolongados engrosan la deuda externa de muchos países, hasta que llega el momento de la suspensión de pagos o la declaración de insolvencia. Entre 1982 y 1997 la deuda externa de los países del Tercer Mundo se ha multiplicado por tres, acercándose en la actualidad a 1,8 billones de dólares. Sobre estas bases precarias surgió la gran crisis de la deuda externa de 1982, que afectó a la gran mayoría de los países del Tercer Mundo, la recurrente crisis de México en 1995 y la actual de los países asiáticos.

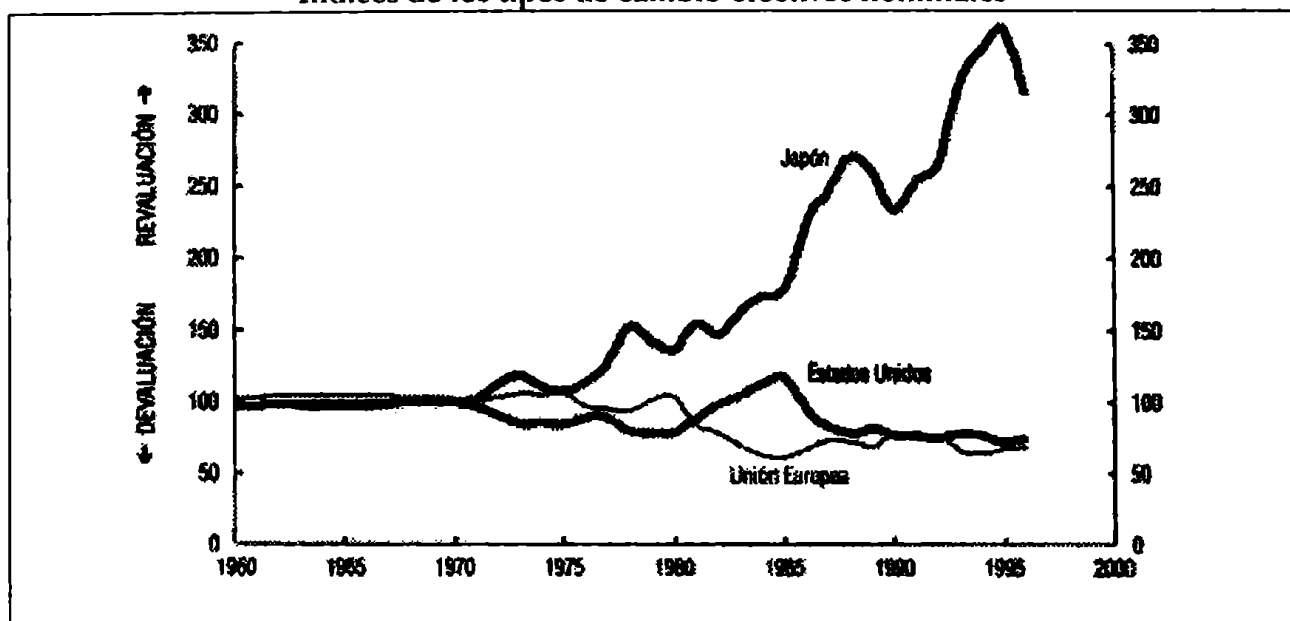
Por otra parte, la expansión financiera favorece el auge de las cotizaciones en los mercados de capitales. Los elevados niveles de cotización se traducen en unas rentabilidades bajas para el capital financiero, pero este no espera obtener los

beneficios de los dividendos que pagan directamente las empresas, sino de las ganancias de capital que se derivan del auge de las cotizaciones. Los niveles de cotización se separan cada vez más de la situación real de las empresas, pero lo que lleva a invertir a los poseedores de capital financiero no es la rentabilidad real ni la estructura de las mismas, sino una especulación desenfrenada. El resultado es una sobrevaloración creciente de los mercados de capitales, que los deja a merced de que cualquier acontecimiento desencadene la crisis.

A este desarrollo de la esfera financiera, hay que añadirle, para calibrar su inestabilidad, las oportunidades que dan los avances en las comunicaciones para poder operar y especular las veinticuatro horas del día (por la mañana en las bolsas europeas, por la tarde en Nueva York y por la noche en Japón o Hong Kong). Se puede decir que se ha alcanzado una “globalización” financiera casi absoluta. Un enorme volumen de fondos especulativos se mueve por los mercados internacionales buscando una rentabilidad, ya sea en los mercados de capitales, ya sea en los mercados de divisas, en este caso con otra consecuencia no menos perturbadora: la gran inestabilidad de los tipos de cambio. Su evolución no se corresponde necesariamente con la situación real de las economías, ni si-

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO

Índices de los tipos de cambio efectivos nominales



Fuente: European Economy.

quiera con la propia evolución de las balanzas de pagos, surgiendo dificultades crecientes para que los gobiernos puedan controlar la cotización de sus monedas, dada la envergadura de los fondos que se mueven de unas a otras, que llegan a ser insuperables cuando se desatan las olas especulativas. A este respecto, basta señalar que en los mercados de cambio se negocian cada día más de 1,3 billones de dólares, lo que supone el 85 por 100 de las reservas de todos los bancos centrales y equivale a 174 billones de pesetas, esto es, nada menos que 2,5 veces el PIB español de un año.

El hecho de que la práctica totalidad del mundo se haya convertido en un gran mercado financiero tiene algunas implicaciones importantes. Por un lado, los movimientos

especulativos han adquirido un volumen tan considerable que escapan al control de cualquier país por grande que este sea, lo que sin duda aumenta la inestabilidad. Por otro, la especulación se produce en todos los mercados (en la bolsa, en los mercados de divisas, en el inmobiliario, etc.), por lo que, como ocurre con las bolas de billar, cualquier perturbación que se produzca en uno de ellos termina transmitiéndose a los demás. Están las condiciones dadas para que, como en un polvorín, una chispa accidental desate un desastre. El último aviso proviene, como se ha indicado, del sudeste asiático.

La crisis de los "dragones asiáticos"

La crisis actual de los llamados "dra-

gones asiáticos" (Corea, Indonesia, Tailandia, Filipinas, Hong Kong, Singapur, Taiwán y Malasia) empezó en el verano de 1997 en los mercados de divisas. El 2 de julio, sumida en una profunda recesión, Tailandia, cuya moneda había mantenido durante mucho tiempo una paridad fija con respecto al dólar, se vio obligada a dejarla flotar libremente y, en un solo día, se devaluó en un 18 por 100. A partir de aquí, las monedas de los demás dragones fueron cayendo como fichas de dominó: el 11 de julio el peso filipino, el 26 de julio el ringgit malayo, el 12 de agosto el dólar de Singapur, el 26 de septiembre la rupia de Indonesia, el 14 de octubre el dong vietnamita y el 17 del mismo mes le llega el turno a Taiwán. La burbuja especulativa que se había desarrollado en todos estos países durante los últimos años hizo que la crisis pasara muy rápidamente a los mercados inmobiliarios y bursátiles, con las consiguientes repercusiones sobre los sistemas financieros, tanto internos como internacional. Los tipos de interés tuvieron que elevar acusadamente para defender las monedas y evitar las salidas de capitales, lo que provocó el hundimiento de las cotizaciones de acciones y otros valores, abriendo agujeros financieros y minando los balances de las instituciones financieras locales y los de los prestamistas internacionales atrapados.

La crisis ha tenido lugar después de varias décadas de un dinamismo considerable de los "dragones asiáticos". Desde el final de la década de los sesenta, el PIB per cápita se ha multiplicado por cinco en Tailandia, por cuatro en Malasia, por dos en Corea del Sur y, en la actualidad, los de Hong Kong y Singapur superan al de muchos países industriales. Durante los últimos años, Asia ha atraído más de la mitad de los flujos totales de capital con destino a los países en desarrollo y sus exportaciones no han cesado de crecer, representando en la actualidad más del 13 por 100 del total de las exportaciones mundiales, cuando en 1985 solo eran el 7,6 por 100, destacando por su participación y crecimiento en el comercio mundial las manufacturas. Este dinamismo y el consecuente aumento de la participación de los "dragones" en la economía mundial es el que ha llevado a muchos autores a hablar de la tríada del capitalismo, uno de cuyos núcleos sería Japón con la constelación de estos países, y los otros, Estados Unidos, con dominio sobre la totalidad de América y la Unión Europea, con hegemonía en el viejo continente. Todo esto parece haberse venido abajo estrepitosamente con la crisis de las economías asiáticas o, cuando menos, estar originando cambios profundos en la economía mundial. ¿Cuáles son las causas?

El dinamismo de todos estos países ha estado basado en un modelo de desarrollo fuertemente desequilibrado. Son economías volcadas al exterior, porque la demanda interna no puede ser un motor de la actividad económica. Dependen en decisiva medida de las exportaciones, cuyo crecimiento ha sido posible gracias a un intenso proceso de acumulación y de asimilación de las nuevas tecnologías y la fuerte competitividad que permiten los bajos salarios, la inexistencia de protección social, etc., es decir, debido a la sobreexplotación de la mano de obra, lo que a algunos de ellos, como Corea por ejemplo, les ha colocado en un equilibrio social muy precario. Pero su dependencia del exterior no solo es muy acusada por las exportaciones, sino también por las importaciones de mercancías—tecnologías, materias primas—necesarias para mantener el sistema productivo y las exportaciones, y es dependiente también de las entradas de capital extranjero, que han sostenido las fuertes inversiones. Sus sistemas financieros, en general, son muy débiles y frágiles, y dista mucho de tener unos activos saneados, como se corresponde con países que han experimentado un intenso y desordenado crecimiento, inflacionista y especulativo. El resultado es que, como ha ocurrido, una perturbación externa puede dar al traste con el modelo de desarrollo y desencadenar la crisis.

Las exportaciones de estos países se han visto afectadas, en primer lugar, por la apreciación efectiva que experimentó el dólar desde 1995. Dado que las monedas de los “dragones asiáticos” tenían en la práctica una paridad fija con respecto al dólar (*crawling peg*) se produjo una pérdida de competitividad en todos ellos. Por otra parte, la irrupción de China en el mercado mundial ha significado la aparición de un competidor muy importante. Después de la devaluación del yuan chino en 1994, este problema se había visto considerablemente agravado. Finalmente, la larga recesión de Japón estaba afectando seriamente a las exportaciones de estos países. Todo ello se ha traducido en inflación elevada, degradación de las balanzas comerciales, considerables déficit de las balanzas por cuenta corriente (en 1996, el 8 por 100 del PIB en Tailandia, 3,5 por 100 en Indonesia, 4,3 por 100 en Filipinas, 5,2 por 100 en Malasia y 4,9 por 100 en Corea), altos y crecientes endeudamientos exteriores y, en general, una quiebra del desarrollo ciertamente espectacular que estos países habían mantenido en el pasado. Es decir, condiciones suficientes para que el capital especulativo quisiera poner tierra de por medio, agravando las dificultades de financiación y de defensa del tipo de cambio. Pero en los países occidentales nadie consideró en un primer momento que

el impacto de esta crisis monetaria fuera a ser importante.

La cosa no llegó a mayores hasta que la crisis no afectó a Hong Kong. La paridad fija de la moneda de Hong Kong con respecto al dólar, legalmente establecida (*currency board*), se consideraba intocable y las autoridades monetarias estaban dispuestas a mantenerla, a pesar de la fuga de dinero e inversiones que se había producido como consecuencia de la devolución a China. La especulación no se detuvo, por lo que la defensa numantina del dólar de Hong Kong por parte de las autoridades monetarias llevó a una subida considerable de los tipos de interés. El 23 de octubre, la Bolsa de Hong Kong, la segunda de Asia después de la de Tokio, perdió un 10,4 por 100, la mayor caída de su historia, y el lunes siguiente, el 5,8 por 100, arrastrando al resto de los mercados de capitales. Desde entonces, el descenso de las cotizaciones ha sido considerable, hasta el punto de que, desde el verano de 1997 hasta el momento de escribir el presente artículo, el índice de la Bolsa de Hong Kong ha perdido casi el 50 por 100 de su valor.

La crisis de los países asiáticos, con sus raíces profundas y sus ramificaciones extensas, no ha dejado desde octubre de estar presente en los análisis y perspectivas de la economía mundial y en las preocupaciones de los gobiernos y las insti-

tuciones financieras y económicas. Actúa como telón de fondo del panorama financiero internacional, aunque, como se ha dicho, la inquietud que provoca no ha impedido que las bolsas occidentales hayan experimentado insólitas subidas a finales de 1997 y principios del año en curso, como si hubieran adelantado, tratando de escapar de una situación que se antoja peligrosa, no sólo por lo ocurrido a los "dragones" sino también porque la crisis a quien viene afectando prolongada y profundamente es a Japón.

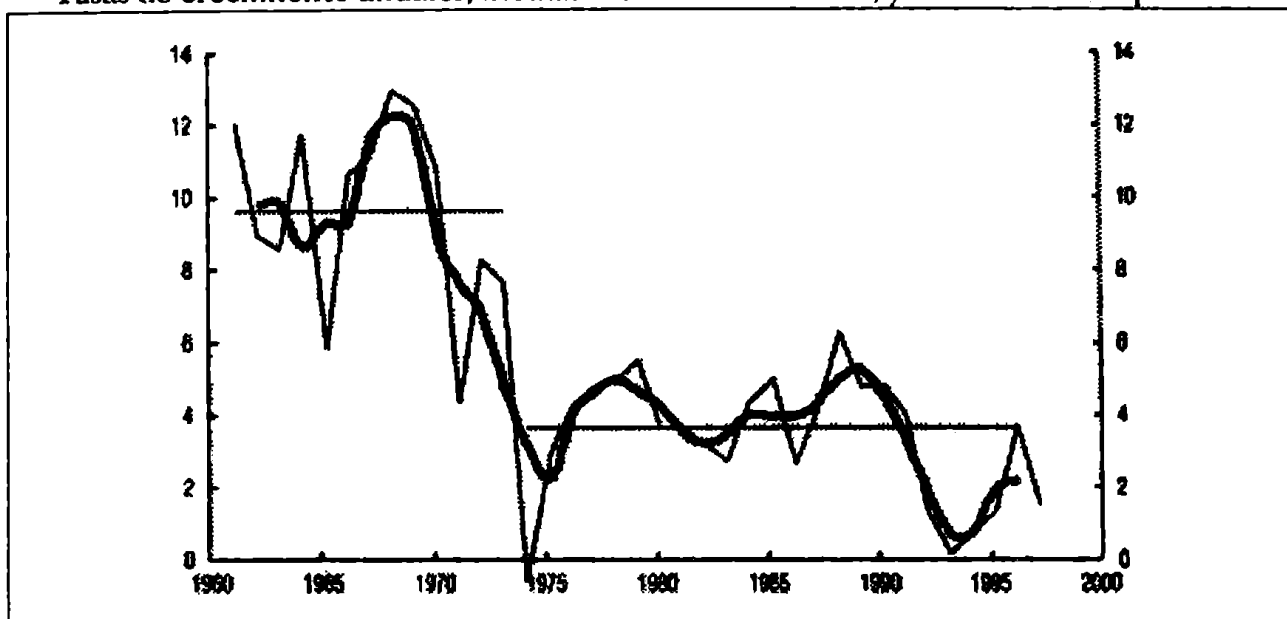
La inestabilidad financiera de Japón

La crisis financiera de Japón viene de muy lejos. De hecho, desde hace más de una década se viene produciendo una caída continuada de la Bolsa de Tokio. Pero en los últimos años, y particularmente en 1997, se han visto afectadas una serie de compañías de seguros, de firmas de corretaje, de bancos de inversiones, etc. (véase cuadro), que hacen que la situación financiera sea en estos momentos sumamente delicada. Las causas más importantes de esta evolución financiera son las siguientes:

—En primer lugar, hay que tener en cuenta la aguda disminución del crecimiento que se ha producido en la economía japonesa desde el inicio de la crisis económica y la tendencia al estancamiento que sufre en la actualidad. Japón había creci-

CRECIMIENTO DEL PIB EN JAPÓN

Tasas de crecimiento anuales, medias móviles de tres años, y medias de cada período



Fuente: European Economy.

do a ritmos muy elevados durante las décadas de expansión posteriores a la segunda guerra mundial (9,6 por 100 de media desde 1960 a 1973). Desde el inicio de la onda larga recesiva, las tasas se redujeron, pero todavía arrojan una media del 3,6 por 100 de crecimiento del PIB desde 1974 a 1991. En la actualidad el crecimiento de la economía japonesa es prácticamente cero e incluso en algunos momentos, durante los últimos años, ha reflejado tasas de crecimiento negativo, teniendo justificación la idea de que ha entrado en una nueva fase, en cierta medida distinta a la que están recorriendo sus competidores mundiales, tanto Estados Unidos como la Unión Europea. Japón es una economía muy expuesta y supeditada a las exportaciones y con dificultades

para convertir la demanda interna en motor de la actividad económica. Durante los últimos años, el peso de las exportaciones en el PIB se ha reducido (del 102 por 100 del PIB en 1986 al 9,3 por 100 en 1996), con los consiguientes efectos negativos sobre el crecimiento de la economía. Y en este contexto, la depreciación de las monedas del sudeste asiático y la consiguiente reducción del poder de compra de estos países afectó de forma muy importante a las exportaciones japonesas, que suponen el 44 por 100 del área, frente al 20 por 100 de Estados Unidos y al 7 por 100 de Europa, agravando su situación y perspectivas. Sin duda, para una economía acostumbrada a crecer, este descenso en el ritmo de crecimiento ha debido de tener una fuerte repercusión sobre la indus-

tria y a partir de ahí sobre el sistema financiero.

—En segundo lugar, el descenso continuo que se viene produciendo en las cotizaciones de la Bolsa de Tokio desde hace más de una década, sobre todo en comparación con lo que ha sucedido en los mercados de capitales del resto de los países industriales, también ha debido de repercutir negativamente en las instituciones financieras japonesas. Así, mientras que el índice Dow Jones de la Bolsa de Nueva York se ha multiplicado por 4,3 desde octubre de 1987 (esto es, después del *crash*) hasta febrero de 1998, el índice Nikkei de la Bolsa de Tokio ha descendido un 26 por 100 en ese mismo período. A este respecto, conviene resaltar que, sin perjuicio de las razones económicas que como estamos viendo subyacen en estos comportamientos, una evolución tan dispar como esta de los mercados de valores no deja de ser uno de esos fenómenos bastante inexplicables de la situación financiera mundial, que añade inquietud y enigmas sobre el futuro, como se verá en el siguiente apartado.

—Finamente, la depreciación acelerada de las monedas de los dragones asiáticos provocó una desinversión en las bolsas de estos países por parte de los operadores extranjeros para evitar las pérdidas del cambio, lo que se tradujo en descensos considerables de las cotizaciones. La

pérdida de valor de las inversiones japonesas en el área debilitó a sus instituciones financieras, que soportan unos 118.000 millones dólares del total de los 750.00 millones de préstamos vivos que tiene la región. Esto ha venido a incidir sobre una situación del sistema financiero muy deteriorada y frágil. Desde hacía algunos años, algunos bancos japoneses, caracterizados por su opacidad, habían creado un sistema para camuflar las pérdidas acumuladas, basado fundamentalmente en la constitución de una red de sociedades filiales a las que se las iban transmitiendo, hasta quedar fuera del alcance de la autoridad monetaria. Todo esto se ha puesto al descubierto con la crisis que recorre al sistema financiero japonés, cuya gravedad nadie discute, quedando como incógnitas el modo de afrontarla y sus repercusiones internas e internacionales.

La sobrevaloración de las bolsas

La mayoría de los analistas financieros y, desde luego, los organismos internacionales han tendido a limitar el alcance de la crisis financiera de los dragones asiáticos y Japón y a ponerle barreras. Es como si estuviéramos en presencia de la "gripe asiática", una enfermedad que nos han exportado, que se pasa y que si se cuida convenientemente, no deja secuelas. Esto parece confirmarse por la evolución que han seguido las bolsas después de la crisis. El ín-

LA INESTABILIDAD FINANCIERA DE JAPÓN

1994

—El Tokio Kiowa y el Anzen Credit Union colapsan y trasladan sus operaciones al Banco Tokio Kiodou, entidad de reciente creación de patrocinio estatal.

1995

—Caída del Cosmo Credit: el Banco Kiodou se hace cargo de sus operaciones.

—Colapso del Kizu Credit Union. El Banco Resolution and Collection, entidad surgida del Tokio Kiodou, asume sus operaciones.

—Fracaso de las operaciones del Banco regional Hiogo, es reemplazado por el Banco Midori.

—Se hunde el Osaka Credit Union, cuyo testigo toma el Banco Tokai.

1996

—Colapso del Banco Taiheiyo, entidad regional de segundo orden. A continuación se crea el Banco Wakashio para hacerse cargo de sus operaciones.

—Quiebra el Banco Hanwa, entidad de ámbito regional. Se crea el Banco Kii Yokin Hanri, con objeto de absorber sus operaciones.

1997

—Nissan Mutual Life Insurance pone fin a sus operaciones comerciales. Los contratos vigentes son absorbidos por la nueva Aoba Life Insurance.

—Ogawa Securities, firma de corretajes, inicia el expediente de cierre.

—Se viene abajo el Banco regional Kioto Kioei, y sus operaciones se trasladan al también regional Banco Kofoku.

—Sanyo Securities presenta expediente de quiebra.

—Caída del Banco Hokkaido Takushoku, cuyas operaciones absorbe el North Pacific. Ocupaba el número 21 por activos del ránking de la banca japonesa y cuenta con unos depósitos de 8,3 billones de yenes (10 billones de pesetas). El volumen de impagados puede ascender a un billón de pesetas.

—Suspensión de actividades de Yamaichi Securities, la cuarta agencia de valores de Japón. Contaba con un capital de 430.000 millones de yenes (cerca de 500.000 millones de pesetas), con lo que su quiebra es la de mayor cuantía del sector desde la segunda guerra mundial.

Fuente: diarios El País y El Mundo.

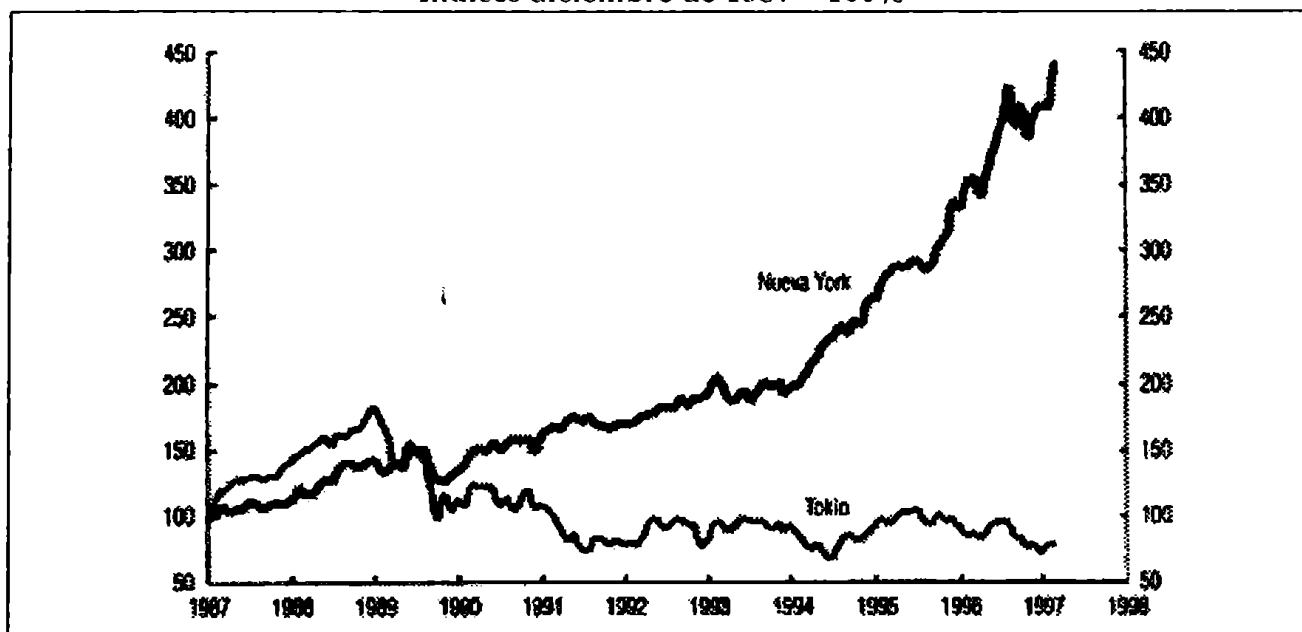
dice Dow Jones de la Bolsa de Nueva York cerró el mes de febrero en 8.545 puntos, casi un 15 por 100 por encima del nivel de octubre de 1997 y un 5 por 100 más que hace un año. La mayoría de las bolsas de los países industriales han seguido una

evolución similar, si no más exagerada, como la española. ¿De dónde vienen las preocupaciones?

Los expertos que hablaban de un nuevo *crash* en las semanas previas al aniversario de los de 1987 y 1989 no habían considerado la crisis asiá-

EVOLUCIÓN DE LAS BOLSAS DE NUEVA YORK Y TOKIO

Índices diciembre de 1987 = 100%



Fuente. Índices Down Jones y Nikkei.

tica y argumentaban simplemente sobre la base de la situación de las bolsas occidentales, en particular, Wall Street. Es un hecho cada vez menos controvertido que la Bolsa de Nueva York está muy sobrevalorada, reconocido incluso por Alan Greenspan, el presidente de la Reserva Federal americana.

Los analistas financieros utilizan un indicador para medir este fenómeno: el PER (*Price Earning Ratio*), esto es, la relación entre el valor de una acción y los dividendos que produce. Cuanto más alto sea el PER de una acción, esto es, cuanto mayor sea su valor respecto a los beneficios que rinde, más riesgo se correrá comprándola, porque la acción es cara respecto a las ganancias que reporta y, por tanto, más probable será que su valor caiga en el futuro. Según J. Siegel, de la Wharton School, el PER

medio de la Bolsa de Nueva York durante el último siglo ha sido 13,7, esto es, el valor de las cotizaciones ha sido 13,7 veces superior a las ganancias que daban. O visto de otro modo, se obtenía una rentabilidad por dividendo del 7,3 por 100 ($100/13,7$) del capital invertido. Pues bien, al finalizar 1987 el PER de la Bolsa de Nueva York era de 24, es decir, el valor de las acciones de la Bolsa de Nueva York es 24 veces las ganancias que dan, rindiendo, por consiguiente, una rentabilidad media del 4,2 por 100 ($100/24$). Para que el PER volviera a los valores medios del último siglo (en torno a 12), manteniéndose los beneficios, las cotizaciones de Wall Street deberían caer ¡un 40 por 100! Todos estos son cálculos de la Wharton School, una prestigiosa institución en los círculos económicos y financieros. Pero, en fin, la

sobrevaloración se pone de manifiesto de una forma más simple: mientras que entre 1987 y 1997 el PIB ha crecido un 70 por 100 en términos monetarios y un 26 por 100 en términos reales, las cotizaciones de la Bolsa de Nueva York se han multiplicado por 4. La Bolsa de Tokio, ya se ha dicho, por ejemplo, ha caído en ese período en un 26 por 100.

En la mayoría de las bolsas europeas, la sobrevaloración que se ha ido acumulando durante los últimos años no es significativamente menor que la de Wall Street. Baste citar, como ejemplo, lo sucedido al mercado de valores español. En 1992, el PER de la Bolsa de Madrid era de 10, o sea, el nivel de cotización de las acciones suponía 10 veces la rentabilidad que las mismas reportaban, en este caso el 10 por 100. Pues bien, al finalizar 1997, el PER se había elevado hasta 29,8, ascenso que ha continuado en 1998, en cuyos dos primeros meses el índice de las cotizaciones ha subido en un 23 por 100, el ritmo más elevado de las bolsas occidentales. Para algunos sectores, como bancos y financieras, cuyo PER ha pasado de 7,7 en 1992 a 34,1 en 1997, y construcción, que se ha elevado entre esas dos fechas de 6,9 a 48,0, la sobrevaloración es aún más acusada. Aunque durante este período se ha producido una sensible reducción de los tipos de interés (las bolsas suelen subir cuando se reducen, determinando una

caída de la rentabilidad de las acciones paralela a la de los tipos de interés), es notorio que las cotizaciones han aumentado mucho más que lo que dicha reducción ha justificado, por no indicar que las subidas han continuado con fuerza en los dos primeros meses de 1998 mientras los tipos de interés han agotado ya gran parte de su margen de disminución. Las subidas están alentadas por la simple fuerza de la especulación, o de otros factores espurios ajenos al valor real de las empresas —expectativas, dinero negro, fusiones, cambios cosméticos (*split*)—, pues en estos momentos los inversores sólo juegan a que prosigan las alzas, ya que no pueden esperar obtener rentabilidades más altas por dividendos que por intereses en títulos de renta fija.

En mayor o menor grado, dándose situaciones más o menos exageradas, pero en todos los casos excesivas, la sobrevaloración es un rasgo dominante de todos los mercados de valores occidentales, en un contexto, no cabe olvidarlo para calibrar lo anómalo de las circunstancias, en que en otras partes del mundo las bolsas están sacudidas por violentos movimientos.

El FMI aparece en escena

Que la gravedad de lo que ocurre no se refleje de un modo homogéneo en los mercados no quiere decir que en los centros neurálgicos

del sistema no se tenga conciencia de los peligros de la situación, tal como deja traslucir el presidente de la Reserva Federal o como pone de manifiesto la atención y recursos que el capitalismo financiero mundial, encabezado por el FMI, está destinando a contener y amortiguar la "crisis asiática". Esta crisis, aunque mal estudiada y peor prevista, incide sobre una situación financiera muy inestable y el riesgo de que la chispa que había saltado en Asia incendiara el polvorín financiero y perturbase gravemente la economía mundial no era despreciable.

Esta es la razón de que, una vez estallada la crisis, se haya volcado un enorme volumen de fondos sobre los "dragones asiáticos" y fundamentalmente sobre Corea e Indonesia, con los objetivos de evitar el desplome de los sistemas financieros de estos países y restaurar la confianza en la economía para atraer capitales privados. Solamente sobre Corea, el FMI pretende canalizar préstamos por valor de 57.000 millones de dólares, lo que constituye la mayor operación de "salvamento" de un país en toda la historia del capitalismo. En la operación han participado el propio FMI, imponiendo sus clásicos criterios y condiciones, un conjunto de trece de los más importantes países industriales y un grupo de destacados bancos comerciales y de inversión de ellos. Los fondos que se han canalizado sobre Indonesia,

Tailandia y el resto de los países han sido menores, pero, en conjunto, la magnitud de la ayuda financiera prestada a los "dragones asiáticos" no tiene parangón con la de ninguna otra ocasión, incluido el "salvamento" de México en 1995, y posiblemente no ha hecho sino empezar. No hay duda de que todo ello ha contribuido poderosamente a detener la crisis Y, sobre todo, a evitar que se propague a los mercados de los países industrializados. Porque los mercados latinoamericanos, entre otros, no han escapado a la conmoción, al coincidir sus economías en muchos de los rasgos que se han señalado como origen de la crisis en el sudeste asiático: fuertes déficits exteriores, altísimo endeudamiento exterior, sistemas financieros frágiles y especulativos, etc.

Como se ha dicho, la ayuda internacional está condicionada. La contrapartida de todos estos fondos es la imposición por el FMI de los llamados "programas de reforma estructural y financiera", esto es, endurecimiento de la política fiscal, elevación sustancial de los tipos de interés, liquidación de un número importante de bancos, privatización de algunos grupos públicos, apertura de unos mercados hasta ahora fuertemente protegidos, etc. Las consecuencias de tales planes no tardarán en dejarse sentir en forma de reducción sustancial de los ritmos de crecimiento, fuerte aumento del

paro, cierre de empresas y disminución de la capacidad productiva de los "dragones asiáticos", que perderán gran parte de su fuerza, con sus secuelas sociales. De hecho, la inestabilidad social ya ha comenzado en Corea, Tailandia e Indonesia.

A corto plazo, los efectos para la economía mundial en su conjunto no serán dramáticos, aunque los organismos internacionales se han visto obligados a revisar a la baja sus previsiones iniciales para 1998. El FMI estima que la reducción del ritmo de crecimiento mundial durante 1998 por la crisis asiática puede ser del orden de 0,8 puntos. Pero,

al margen de sus repercusiones inmediatas, lo más destacado de la nueva crisis es que esta vez ha sido notablemente más grave y su resolución a medio plazo más incierta que las anteriores de México y Argentina. ¿Cuál será la siguiente chispa que saltará? Es difícil predecirlo. Los momentos peores de la crisis parecen haberse superado, pero la sobrevaloración de las bolsas y la inestabilidad, financiera continúan agravándose. El ambiente, como se ha tratado de mostrar, está cargado de electricidad.

Madrid, marzo de 1998

DESDE LOS CUATRO PUNTOS

Correo de Prensa Internacional

Xola 81
Col. Alamos
C.P. 03400 México, D. F.
México
Tel/fax (5) 590 0708
csapn@laneta.apc.org