

WALL STREET FRENTE A LA CRISIS MEXICANA. UN ANÁLISIS TEMPORAL DE LOS MERCADOS EMERGENTES

JAVIER SANTISO

La gente cree ciertas historias porque todos los importantes las dicen,
y la gente dice esas historias porque todos los importantes las creen.

Paul Krugman

EN UNOS CUANTOS AÑOS MÉXICO CONOCIÓ los principales parajes del jardín de las delicias de las finanzas internacionales. Perdido en el laberinto de pronósticos que se elaboran desde Wall Street, el país recorrió, uno a uno, el paraíso, el infierno y el purgatorio de los mercados financieros.

Al optimismo de principios de los noventa siguió, en 1995, un recelo de iguales proporciones y, más tarde, un nuevo ascenso en la estima, con el consecuente retorno de los créditos. Si, como afirma un analista, los mercados financieros gustan de que les cuenten historias fantásticas, plenas de intrigas y giros sorpresivos, el cuento mexicano debe ser sin duda uno de sus preferidos.

A principios de los años noventa, México se veía como el nuevo Eldorado de las finanzas internacionales. El país, como emblema de todo un continente, se había dado a la tarea de emprender vastas reformas económicas, conducidas por una vanguardia de brillantes economistas. Vista desde Wall Street, la revolución tecnocrática mexicana parecía irreversible. Las privatizaciones se aceleraron y con ello se generaron muchas oportunidades de negocios para los inversionistas. Sobre todo, el país de la serpiente emplumada estaba por experimentar uno de los cambios de piel más espectaculares de su historia. La firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) con los Estados Unidos, el otrora gran Satanás, parecía significar que México abandonaba para siempre el mal hábito del populismo macroeconómico. En México, el TLCAN se percibía como el abracadabra para pasar del Tercer al Primer Mundo; en Nueva York, como la prueba mayor de la voluntad del país de comportarse debidamente y ello

generó una verdadera oleada de buscadores del oro mexicano. Los capitales fluyeron por miles de millones. A los ojos del mundo, y en particular de Wall Street, México representaba la quintaesencia de los nuevos mundos exóticos que descubrían los financieros neoyorquinos: los famosos mercados emergentes.

Sin embargo, éstos no eran del todo novedosos, pues la mayoría de ellos se crearon a finales del siglo XIX: Argentina en 1872, Brasil en 1877 y México en 1894. En realidad, estos mercados tienden a aparecer y desaparecer, según un ciclo de vida que propicia los diversos nacimientos y decesos. En este sentido, los años noventa constituyeron solamente su último y más espectacular resurgimiento. No obstante, las diferencias son notables en relación con los decenios precedentes en cuanto al volumen de las transacciones y a los actores e inversionistas que tomaron parte. A partir de 1990, éstos atrajeron en efecto un volumen creciente, que pasó de 40 mil (1990) a 113 mil (1993) millones de dólares. México, por sí solo, recaudó 30 mil millones de dólares en 1993.¹

Sin embargo, el 20 de diciembre de 1994 las autoridades mexicanas anuncian una devaluación del peso que toma por sorpresa a los inversionistas y provoca un movimiento de pánico. En unos cuantos días, la marea de capitales recula y deja tras de sí una ribera encallada en una crisis mayor, en tanto que el resto de los mercados emergentes se ven inundados por la resaca.

Esa crisis mexicana no fue ni la primera ni será la última. Tampoco es, contrariamente a una imagen muy difundida, la "primera crisis del siglo XXI". Los trabajos de Kindleberger nos recuerdan que la historia financiera internacional está plagada de crisis, pánicos y burbujas especulativas, tan espectaculares como súbitos. Por su parte, Barry Eichengreen señala que esa crisis presenta analogías singulares con la de la Baring, en 1890, y que en ese sentido es más bien "la última crisis financiera del siglo XIX". Sin ir tan lejos, encontramos un precedente notable en la crisis monetaria chilena de principios de los ochenta, la cual da pie a que el economista Sebastian Edwards comente que lo incomprensible es que tantos observadores hayan sido sorprendidos por el giro de los acontecimientos en México. Más aún, la crisis mexicana, en la historia y la memoria de los mercados financieros, aparece ya como un hecho prehistórico, lo que corroboran las turbulencias que agitan hoy al Sudeste Asiático y, quizá, mañana a Brasil. ¿Cuál es el interés, entonces, de volver a examinar ese cadáver frío?

¹ Entre 1990 y 1994, México recibió por sí solo cerca de 20% del total mundial de los flujos de capital, es decir, casi 102 mil millones de dólares. En comparación, las economías emergentes de Asia ingresaron, en conjunto, 261 mil millones de dólares en el mismo periodo.

El episodio mexicano constituye en realidad, como esperamos demostrarlo, un excelente laboratorio de análisis para poner al desnudo las interacciones de las temporalidades políticas y económicas. Invita a adentrarse en eso que constituye hoy uno de los principales asuntos de la vida internacional, a saber, la dinámica de los mercados financieros y de sus interacciones con el sistema interestatal. Este último, guiado por los Estados Unidos, tuvo en efecto que ajustar, en un tiempo récord, su velocidad de reacción a la de los mercados financieros. Los estados, que durante mucho tiempo fueron los incuestionables “maestros relojeros”,² se encuentran hoy confrontados a una dinámica cuya amplitud y frecuencia de los sobresaltos constituyen uno de los mayores desafíos de este fin de siglo.

Para comprender la magnitud de la presión que las finanzas internacionales ejercen sobre la políticas económicas nacionales, es importante comprender “cómo piensan los mercados financieros”; en otras palabras, llevar el análisis a la dinámica misma de los juegos de informaciones y pronósticos que tejen los operadores; interrogarse sobre los regímenes cognitivos y los referenciales que articulan los *traders*, los inversionistas y otros analistas cuyos pronósticos contribuyen a hacer y deshacer los precios.

Los mercados emergentes no atestiguan el reino de la mano invisible, sino el del puño que aprieta y, a veces, estrangula, como lo muestran los correctivos aplicados a México, Tailandia o Corea del Sur. Asimismo, el presente trabajo intenta demostrar, con base en dos registros de análisis, uno centrado en los fundamentos económicos y el segundo en los pronósticos de los actores, la forma en que las secuencias económicas y políticas interfieren y se empalman unas con otras. En particular, pretendemos preparar el terreno para un análisis que en el futuro deberá profundizarse.³ Nuestro propósito es, en efecto, empezar a desenredar esa madeja enredada por las interacciones incesantes y múltiples de quienes a la fecha hacen el Mercado; no la mano invisible de Dios (o del diablo), sino simplemente los incesantes pronósticos e interacciones de una miríada de analistas e inversionistas cuyo pulmón se encuentra en Wall Street.

² Philippe Delmas, *Le maître des horloges*, París, Odile Jacob, 1991.

³ Véase Javier Santiso, “Analysts Analyzed: Wall Street and the City since the Mexican and Hong-Kong Financial Crisis”, 1998 (no publicado). Sobre la comunidad epistémica que constituye el mundo neoyorquino de las finanzas, véase el ensayo de Mitchel Abolafia, *Making Markets: Opportunism and Restraint on Wall Street*, Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1996. El enfoque de Abolafia sigue los pasos de la tradición inspirada por Weber, quien no sólo se interesó en la ética del capitalismo, sino también en la Bolsa, a la cual consagró un estudio que en Francia tradujo la Bibliothèque du Citoyen, en 1894-1896.

EL NUEVO ELDORADO MEXICANO

La crisis mexicana se inscribe en la corriente de una historia económica que se bifurcó en los años ochenta, antes de lanzarse a las aguas del liberalismo.

A principios de los años ochenta, México arrojó el lastre de decenios de macroeconomía populista y de sustitución de importaciones. A todo lo largo del continente, los aires viraron hacia la economía de mercado y México, después de Chile y antes que Argentina, puso en marcha las reformas. Primero a paso lento, bajo la presidencia de Miguel de la Madrid (1982-1988), y luego a un ritmo acelerado, a partir de 1989, con el nuevo equipo que integró Carlos Salinas de Gortari (1988-1994), el país emprendió las desregulaciones y privatizaciones, apurado por salir del atolladero de la deuda y el subdesarrollo. En unos cuantos años, la tasa de crecimiento se encauzó y alcanzó un pico de 4% en 1990, antes de volver a caer. Entre 1989 y 1992, el déficit público disminuyó de 5.6 a 3.4% del PIB. Asimismo, las exportaciones se diversificaron, dejaron de estar centradas en los recursos petroleros, y lograron un crecimiento espectacular entre 1980 y 1995: su volumen se multiplicó por 6.4 y su valor por 5.2. De esta manera, superaron por mucho el desempeño del jaguar chileno (3 y 3.4, respectivamente) y coquetearon con los resultados alcanzados por los tigres asiáticos.

La aceleración del ritmo de las privatizaciones, el logro de una inflación de un solo dígito y la liberación del tipo de cambio son señales de que el país en efecto se había enfilado hacia esa tierra prometida en la que se convirtió el horizonte liberal. En Wall Street, la revolución tecnocrática de México es saludada con un entusiasmo creciente. Los economistas mexicanos, formados en su mayoría en las universidades más prestigiosas de los Estados Unidos, hacen el cambio e inspiran una confianza sólida a la comunidad financiera.

En este ejercicio de seducción a gran escala al que se consagran las autoridades mexicanas, ávidas por insertarse en el Primer Mundo, sobresalen dos secretarios: Pedro Aspe y Jaime Serra Puche, titulares de las secretarías de Hacienda y de Comercio Exterior, respectivamente, y poseedores, el primero, de un doctorado por el MIT y, el segundo, de un doctorado por la Universidad de Yale.⁴ Ellos consiguen embelesar a los medios empresariales

⁴ En el curso de los años sesenta y setenta, las universidades estadounidenses constituyen el lugar de formación y socialización de las élites latinoamericanas. En Cambridge, Aspe termina su tesis en 1978, un año después de que Domingo Cavallo, el futuro artesano del viraje liberal argentino, concluyera la suya en Harvard. Es también en el *campus* de Harvard y del MIT donde los dos jóvenes economistas conocen a una figura clave de las reformas latinoamericanas de los años noventa, el chileno Alejandro Foxley, entonces profesor visitante en el MIT.

y financieros, los cuales vuelven a mirar hacia América Latina en busca de oportunidades, de partidas por jugar y de negocios por cerrar. Las miradas apuntan con mayor razón hacia México en virtud de que, por primera vez en la historia de este país y de todas las naciones en desarrollo, está a punto de empatarse con la economía más desarrollada del mundo: los Estados Unidos. El TLCAN, más allá de sus derivaciones económicas (marginales para los Estados Unidos, más amplias para México), tendrá como primera consecuencia importante el promover a este último por efecto de los medios masivos y de los debates parlamentarios americanos. En Nueva York, las divisiones de analistas de bancos comerciales, como Morgan Stanley, JP Morgan o Goldman Sachs, siguen con un interés creciente las negociaciones, oficializadas a partir de 1992. En unos cuantos meses, las firmas neoyorquinas acrecientan sus legiones de analistas especializados en América Latina, como el banco de inversión Salomon Brothers, en el que John Purcell, descubridor del maná sudamericano, en general, y de la pepita mexicana, en particular, elevó los efectivos de su departamento de investigación de uno (él) a más de 25 analistas.

Uno de los detonantes de ese auge de pronósticos favorables y de la euforia de Wall Street con respecto a México es el movimiento de privatizaciones que inicia el presidente Salinas de Gortari. Los rumores y, más tarde, en 1989, el anuncio oficial de la privatización de Telmex, el gigante mexicano de las telecomunicaciones, dan la señal de arranque de la carrera hacia las Américas, a la que se lanzan los inversionistas, en los primeros años de los noventa. Las privatizaciones avivan la codicia de los bancos comerciales neoyorquinos:

A partir de ese momento vivimos con la mirada fija en México, obnubilados por lo que se estaba urdiendo al sur del Río Bravo. La mayoría de nosotros redescubrió (o descubrió, en el caso de muchos) las Américas. En todo el continente se estaban realizando privatizaciones, las cuales inspiraban confianza. Entonces, partimos hacia allá y aquello se convirtió en un torrente de buscadores de oro.⁵

Por otra parte, las cifras que muestra la economía mexicana son impresionantes, aunque las nubes sigan cerrando el cielo, en particular la de un sistema bancario incierto. Lo que capta la atención de los analistas son

Sobre las trayectorias de esta generación de latinoamericanos, véase Jorge Domínguez (comp.), *Technopols. Freeing Politics and Markets in Latin America in the 1990s*, University Park, The Pennsylvania State University Press, 1997.

⁵ Entrevista a un estratega de mercados globales emergentes, Nueva York, 14 de febrero de 1997.

los indicadores a la alza: la inflación tuvo una caída vertiginosa, de 180% en 1988 a 7% en 1994; las reservas de divisas se multiplicaron por cinco y pasaron de 5 a 26 mil millones de dólares entre 1989 y 1994. Por último, entre 1986 y 1994, la deuda externa se redujo considerablemente, de 400 a 200% de las exportaciones. Esta nueva confianza en la economía mexicana se traduce de inmediato en términos financieros: los indicadores de los bancos comerciales neoyorquinos, a saber, el de riesgo-país (spread US Treasury Bills/Tesobonos) y el de riesgo de cambio (spread Cetes/Tesobonos),⁶ disminuyen simultáneamente, a la vez que el mercado bursátil mexicano muestra una actividad sin precedentes.

En unos cuantos años, los capitales fluyen por miles de millones. Durante el decenio perdido, los flujos netos de capitales se interrumpieron bruscamente, tras la crisis de la deuda, y en 1983 cayeron de 6% del PIB total latinoamericano a casi cero. En 1994, esos flujos vuelven a superar el 6% del PIB. De todos los países que aparecen en las pantallas de las salas bursátiles neoyorquinas, México se impone como el campeón absoluto de su categoría. Entre 1987 y el pico de 1994, el índice de desempeño medido por el *Financial Times* y por Standard & Poor's, barómetro del frenesí internacional, alcanza niveles récord, al pasar de 100 a 2 500 dólares. En total, México atrajo más de 100 mil millones de dólares entre 1990 y 1994, y tan sólo en 1993 fueron más de 30 mil, es decir 8% del PIB. Así, el banco comercial Salomon Brothers colocó, por sí solo, más de 15 mil millones de dólares en México.

CRÓNICA DE UNA CRISIS ANUNCIADA

Sin embargo, ese reflujo hacia México y América Latina no estaba ausente de peligros. Nuevos actores, en busca de ganancias a corto plazo, llegan al festín y muchos de esos capitales tienen una perspectiva de corto plazo.

A principios de los años noventa ocurre una vasta reestructuración de los flujos de inversión hacia los países emergentes. Los flujos de origen público disminuyen, mientras que los privados se incrementan. Irrumpen en los nuevos mercados emergentes los inversionistas institucionales no bancarios que deciden invertir en obligaciones y en acciones más atractivas, por la debilidad de las tasas de interés estadounidenses y la compresión del cre-

⁶ Los Tesobonos son títulos de crédito de corto plazo de la Tesorería de la Federación, emitidos en pesos pero indexados al dólar. Los Cetes son bonos de corto plazo (28 días), emitidos en pesos.

cimiento en los países de la OCDE.⁷ En 1994 se cuentan más de 150 fondos de acciones que operan en América Latina, a los cuales llega 40% de los flujos de cartera en acciones, del total de las inversiones. De esta forma, luego de las salidas netas de capitales, el continente latinoamericano recibe una nueva marea de inversiones de cartera (del orden de 26 mil millones de dólares, en promedio anual, entre 1990 y 1994, contra las salidas netas de 1.2 mil millones, entre 1983 y 1989).

A México esas entradas masivas de capitales le resultan tanto más necesarias cuanto que la débil tasa de ahorro interno no es capaz de estimular el desarrollo económico. La contraparte de tal oleada es una profundización del déficit de la balanza de pagos, alimentado por inversiones de cartera peligrosamente reversibles y volátiles. Durante 1994, la deuda pública a corto plazo se incrementa. No sólo los no residentes poseen entre 70 y 80%, sino que además una parte importante será, en el curso del año, indexada al dólar; se trata de los famosos Tesobonos, que Arturo Porzecanski, economista de ING Barings, bautizará como los “malditos bonos”.⁸

De esta forma, se han reunido todos los ingredientes para una crisis cambiaria. A finales de 1994, los analistas de Wall Street de pronto toman conciencia del deterioro de los fundamentales (déficit de cuenta corriente cercano a 8% del PIB en 1994, contra 3% en 1990; caída brutal de las reservas cambiarias, que pasan de 29 mil millones de dólares en febrero a 7 mil millones en diciembre). Sobre todo, como no cesan de repetirlo algunos economistas cuyas voces discordantes fueron de inmediato sofocadas en marzo por el concierto de alabanzas, el peso aparece peligrosamente sobrevaluado. Según Dornbusch y Werner, quienes publicaron un artículo premonitorio desde la primavera, México padece un crecimiento mediocre que no se explica sino por una apreciación de la tasa de cambio efectiva real del orden de 20 a 25%, entre 1990 y 1994.⁹ Se impone una devaluación, la cual llega

⁷ El *timing* de los flujos confirma la preponderancia de factores exógenos. Los flujos no estuvieron correlacionados con la introducción de reformas económicas ni con el desempeño del país receptor. Así, algunos países recibieron capitales sin haber realizado reformas, mientras que otros empezaron a obtenerlos mucho después de haber concluido las propias.

⁸ Entrevista, Nueva York, 11 de febrero de 1997.

⁹ Desde 1991, Rudiger Dornbusch, economista del MIT y antiguo profesor de Pedro Aspe, no había dejado de abogar por una devaluación, sobre todo en las columnas del diario *La Época*. En junio de 1992 reitera en vano sus recomendaciones a Carlos Salinas de Gortari, y nuevamente a Pedro Aspe, quien va a visitarlo al MIT en el invierno siguiente. Su campaña en favor de una devaluación culmina con el discurso que pronuncia en la Brookings Institution de Washington, en abril de 1994, en donde plantea una devaluación de 20% a fin de estimular las exportaciones mexicanas. Véase “Picking Up Pieces. Mexico’s Near Default Can Be Traced Back to Lost Opportunity”, *The Wall Street Journal*, 6 de julio de 1995.

rá, pero demasiado tarde: no es sino hasta el 20 de diciembre de 1994 cuando el gobierno mexicano anuncia una devaluación de 15%. Pero, en lugar de tranquilizar a los inversionistas, esta decisión aviva más sus inquietudes y provoca una sobre-reacción de desconfianza, que se extenderá en forma mimética al resto de los mercados emergentes. Es el famoso "efecto tequila". Rápidamente, la crisis cambiaria se convierte en crisis de liquidez. En el mercado de bonos de la Tesorería mexicana, más de 13 mil millones de dólares tocan su vencimiento en los primeros meses de 1995, de los cuales cerca de 10 mil millones son Tesobonos con un valor en pesos que no deja de aumentar a medida que el peso se deprecia. Pese al anuncio de apoyo por parte de los Estados Unidos, desde el 11 de enero de 1995 las dudas se propagan hacia el conjunto de América Latina (la bolsa brasileña, por ejemplo, tiene una baja de 25% entre enero y febrero de 1995). En total, entre diciembre de 1994 y febrero de 1995, el peso pierde más de 40% de su valor.

LA INTERACCIÓN DE LAS TEMPORALIDADES ECONÓMICAS Y POLÍTICAS.

La crisis mexicana se inscribe en un singular garabato de tiempos en los que se mezclan, en las aguas vivas de la historia de acontecimientos de 1994, las dinámicas tanto políticas como económicas.¹⁰

Para México el año 1994 es paradójico. Con la entrada en vigor del TLCAN, el 1 de enero, y la crisis que estalla el 20 de diciembre, ese año marca la entrada de México en el Primer Mundo, con la que soñaban los dirigentes mexicanos, y su salida igualmente apresurada. Ilustra la extrema volatilidad de los mercados financieros y, además, la celeridad y la frecuencia con las que pueden cambiar las evaluaciones de riesgo-país. Más aún, el cronograma de acontecimientos de este "año loco" muestra hasta qué punto influyeron las interacciones de las dinámicas económicas y políticas para desatar la crisis.

A partir de febrero, el repunte de las tasas estadounidenses de los Fed Funds provoca una caída del mercado obligatorio. En México, las consecuencias son inmediatas: el pago de la deuda externa aumenta, mientras que los capitales disminuyen. Los disturbios en Chiapas y el giro de la política monetaria estadounidense provocan un primer vuelco con respecto al riesgo mexicano. El mercado de obligaciones tiene una caída de 15% y el

¹⁰ Los analistas de los bancos de inversión neoyorquinos no pasaron esto por alto y la mayoría de ellos prestó mucha atención a la dinámica política que tenía lugar en México, en 1994. Véanse, por ejemplo, los análisis de Arturo Porzecanski, "Quo Vadis Mexico", *ING Securities*, 17 de junio de 1994.

accionario un descenso de 20%. La desconfianza hacia el peso será aún más acentuada tras el asesinato, el 23 de marzo de 1994, del candidato a la presidencia, Luis Donald Colosio. Este hecho provoca estupor entre los analistas y los inversionistas neoyorquinos, quienes redescubren cuán imprevisibles siguen siendo las Américas. Las salidas de capital se aceleran, lo que agrava la presión sobre el peso, que experimenta entonces una primera depreciación de casi 10% en relación con su valor de principios del año.

En un contexto de incertidumbre cada vez mayor, las autoridades mexicanas deciden sostener su moneda, para lo cual recurren a esas reservas que con tanto amor y cuidados acumularon durante los años de euforia; en total, la baja de las reservas asciende, durante 1994, a cerca de 19 mil millones de dólares. Para el presidente Salinas pensar en una devaluación resulta inconcebible, ya que las autoridades mexicanas habían hecho de la estabilidad monetaria la piedra angular de la credibilidad de su política macroeconómica. El TLCAN parece desempeñar el papel de seguro contra riesgos, pues México obtiene de sus socios un acuerdo de *swaps* sobre cerca de siete mil millones de dólares. De hecho, no hay por qué alarmarse; ¿acaso no es cierto que, apenas unos días atrás, México ingresó en el círculo cerrado de los países industrializados, al convertirse en miembro de la prestigiosa y liberal OCDE?

Sin embargo, el calendario político vino a debilitar de nuevo esa confianza apenas lograda. En México, el *timing* de las elecciones presidenciales imprime un ritmo sincopado a la evolución política del país. Dichas elecciones no sólo marcan el paso del sistema político, sino que también predisponen la mayoría de los infartos que regularmente afectan a la economía mexicana. En efecto, muchas elecciones presidenciales coinciden con los momentos de gran inestabilidad monetaria, como lo confirman las devaluaciones (siempre presentes en la memoria de los dirigentes mexicanos) de los años setenta y ochenta. El pronóstico de que la elección del 21 de agosto sería particularmente difícil explica, entonces, ciertas contradicciones en las que cayeron las autoridades y la agudización de las tensiones entre la Presidencia, el banco central (Banco de México) y la Secretaría de Hacienda en cuanto a la estrategia a seguir. Salinas descarta la idea de una sujeción demasiado estricta de la política monetaria, que frenaría el crecimiento. El gobierno opta por refinar su deuda a corto plazo en pesos (Cetes), recurriendo a una deuda a corto plazo en pesos pero indexada al dólar (Tesobonos). El triunfo de Zedillo en la elección presidencial de agosto ofrece un respiro y se presenta entonces una aceleración de las inversiones de cartera, en la forma de compras masivas de Tesobonos por no residentes, las cuales superan, a partir de julio, las reservas cambiarias.

En Wall Street la inquietud resurge con el asesinato de Ruiz Massieu, se-

cretario general del partido oficial, el PRI, y la dimisión de su hermano, entonces procurador general de Justicia. De manera paralela, los disturbios en Chiapas continúan agravándose. En cuanto a la política monetaria estadounidense, ésta sigue endureciéndose y el 15 de noviembre se produce una nueva alza de 75 puntos en la tasa de los *Feds Funds*. Más aún, hasta el momento en que estalla la crisis, se oculta a los inversionistas neoyorquinos el agotamiento de las reservas cambiarias; el Banco de México hace todo lo posible por ganar tiempo y difiere la publicación de sus cifras estratégicas, arguyendo el riesgo de un ataque especulativo en tiempos electorales. Las reservas, que en el otoño aún ascendían a 17 mil millones, siguen disminuyendo hasta caer, entre el 10 y el 15 de diciembre, de 12 a 8 mil millones de dólares. La devaluación parece inevitable. El 19 se anuncia una primera devaluación de 15%; el 20, el peso sufre un ataque y las reservas disminuyen, entonces, a 5 mil millones de dólares; el 22, el Banco de México admite la gravedad de la situación y decide soltar al peso, el cual experimenta una rápida depreciación. En unas cuantas semanas, para los financieros de Wall Street, el sueño mexicano se convierte en una pesadilla. Las agencias clasificadoras de riesgos degradan la deuda a corto y largo plazos de México.

Salvo algunas excepciones notables, todos los financieros de Wall Street fueron tomados de improviso. De hecho, la sorpresa es lo característico de toda crisis financiera; es imprevisible, está sujeta al azar y a eso que el economista Charles Kindleberger ha descrito como la irracionalidad de los mercados, cuya marcha siempre es irregular, con aceleraciones y altos súbitos que le dan un ritmo dentado, en el que los ascensos verticales son seguidos por pendientes igualmente inclinadas. Fue poco después de que estallara la crisis mexicana cuando Kindleberger dio esta descripción de la crisis financiera: "Es como la gracia y la belleza de una mujer; difícil de definir, pero perfectamente reconocible en cuanto se la ve."

Algunos analistas, como Arturo Porzecanski, de la ING Barings, conocieron la gloria por haber expresado, en forma discreta, sus reservas sobre la posibilidad de que se sostuviera la política cambiaria mexicana, a principios de diciembre de 1994.¹¹ Asimismo, el 15 de diciembre (cinco días antes de la devaluación), Stefano Natella, responsable de los mercados emergentes del *Crédit Suisse First Boston*, aconsejaba a sus clientes que trasladaran a Brasil las inversiones que tuvieran en México.¹² Sin embargo, la mayoría de los informes revelan un optimismo a prueba de todo, como

¹¹ Véase Arturo Porzecanski, "Emerging Markets Weekly Report", *ING Securities*, 2 de diciembre de 1994.

¹² Entrevista, Nueva York, 12 de febrero de 1997.

en el caso de John Pelosky, de Morgan Stanley & Co., quien, en una nota fechada el 2 de diciembre, afirmaba que “entre todos los mercados latinoamericanos, México sigue siendo el favorito”. De igual forma, como lo reseña el *Wall Street Journal*, así el Bankers Trust, como Bear Stearns, Chase Manhattan, Goldman Sachs o incluso Smith Barney, la mayoría de los analistas y bancos hicieron gala de todo tipo de eufemismos, a lo largo de 1994, para calificar la situación de México. A partir de la reunión cumbre, en septiembre, del FMI y el Banco Mundial en Madrid, las autoridades mexicanas, encabezadas por Pedro Aspe, multiplicaron las reuniones con el fin de dar confianza a los inversionistas, e incluso tuvieron reuniones privadas con algunos de ellos, como fue el caso de los gerentes de cuentas de Fidelity, Morgan Stanley Asset Management, Scudder, Stevens & Clark, y Oppenheimer & Co.¹³ La mayoría de los especialistas consideraba que una devaluación era tanto más improbable cuanto que el costo de ella parecía elevado o, mejor dicho, insostenible para México.

Otros analistas tuvieron una suerte poco envidiable, como John Purcell, una de las estrellas neoyorquinas y responsable del área de América Latina para el banco de inversión Salomon Brothers, quien fue invitado a renunciar poco después de la crisis. En uno de sus últimos informes, fechado el 22 de noviembre de 1994, Purcell subrayaba que “la probabilidad de una devaluación [era] virtualmente nula”. De hecho, viajó a México en noviembre para cotejar sus pronósticos y fue confirmado en ese sentido por las autoridades mexicanas. Además, las proyecciones realizadas con base en los informes y datos proporcionados por los mexicanos no hacían sospechar nada alarmante. La cifra notificada sobre las reservas parecía entonces suficiente para hacer frente a un golpe especulativo. Sin embargo, las pérdidas se acumularon en unas cuantas horas y ascendieron a 10 mil millones de dólares en los primeros días, para alcanzar un total de 32 mil millones.

Como lo señalan Sachs, Tronell y Velasco, esta crisis no puede interpretarse de manera unívoca, ya sea como una corrección para subsanar el deterioro de las bases económicas o como un ataque exclusivamente especulativo contra una divisa sobrevaluada. Ninguna de esas razones puede explicar en forma satisfactoria la dinámica de la crisis. Las bases económicas no eran del todo insostenibles; la política presupuestaria era restrictiva y las tasas de la deuda estaban en niveles relativamente bajos, de acuerdo con las normas internacionales. De igual forma, la explicación basada en un mero ataque especulativo resulta parcial. En particular, deja sin respuesta el hecho de que

¹³ Entrevistas, Nueva York, 11, 12 y 14 de febrero de 1997; entrevista telefónica, Nueva York, 5 de febrero de 1997.

los agentes económicos no hayan previsto la crisis y no hayan, por tanto, exigido una prima de riesgos y tasas de interés más elevadas, antes de diciembre de 1994. El análisis de las tasas de interés correspondientes a los Cetes y a los Tesobonos confirma este punto, dado que el diferencial entre esas dos tasas es un buen indicador de los pronósticos relativos a la devaluación. El *spread* aumentó tras el asesinato, en marzo de 1994, y, luego de la elección de Zedillo, en agosto, se mantuvo casi constante hasta diciembre.

La información transmitida por la prensa internacional también confirma que los agentes no previeron la crisis del peso. Hasta diciembre de 1994, casi ningún artículo hizo referencia al problema de los Tesobonos, ya fuera el *Financial Times*, el *Wall Street Journal* o el *New York Times*. En cambio, el número de notas periodísticas que mostraban alarma por esta situación se elevó de 6 a 46 entre diciembre y enero, pese a que durante todo el año de 1994 los pronósticos sobre México habían sido más bien optimistas. De igual forma, las instituciones financieras neoyorquinas continuaron calificando de manera positiva, durante todo 1994, la política macroeconómica mexicana: equilibrio presupuestal, desinflación, reducción de la relación entre los pagos de interés de la deuda y los ingresos por exportaciones. La evaluación del riesgo mexicano por parte de los gobiernos y las autoridades monetarias internacionales también sigue siendo sorprendentemente positiva, ya sea del FMI, de la FED, del Ministerio de Finanzas francés y del Departamento del Tesoro estadounidense. Así, el informe Whitman del FMI destaca las lagunas internas que tuvo la organización para seguir de cerca el riesgo mexicano. Otros informes posteriores, como el de la Comisión Bancaria del Senado de los Estados Unidos y el de la Comisión de Finanzas de la Cámara de Representantes, de febrero de 1996, señalan la actitud indulgente de las autoridades estadounidenses con respecto a México, en un momento en el que la situación requería de mayor firmeza. La voluntad de no poner en peligro el TLCAN y la estabilidad precaria de un socio que se encontraba entonces en periodo electoral, así como la falta de información estadística confiable, serán algunas de las razones que se invocarán *a posteriori* para explicar la falta de previsión del riesgo mexicano.¹⁴

¹⁴ Varios de esos argumentos, en particular los relativos a la falta de información estadística, se volvieron a esgrimir algunos años más tarde, en relación con la crisis tailandesa y de los países del Sudeste Asiático. Sin embargo, como lo han señalado muchos economistas, entre ellos Morris Goldstein, del Institute for International Economics, los mercados financieros y las instituciones internacionales disponían de la información necesaria, tanto sobre México como sobre Tailandia. Asimismo, Goldstein demuestra que los mercados siempre tuvieron frente a ellos las señales de alarma que habrían debido hacerles prever cada una de las 30 crisis bancarias y monetarias que el autor analiza.

LA GESTIÓN DE LA CRISIS MEXICANA

El ejemplo de México muestra cuán importante es la gestión del factor tiempo. En finanzas (como en política), saber entrar y salir a tiempo, comprometerse y desvincularse en el momento preciso, es privilegio de los grandes. “El *timing*, subraya un economista de la plaza de París, es esencial. Hay dos maneras de ganar dinero: informándose mejor y antes que todos los demás, o subiéndose a la cresta de la ola, justo después de un vuelco.”¹⁵

En particular, la gestión de la crisis por parte de las autoridades gubernamentales deja ver la dificultad de manejar la condición temporal, frente a mercados que reaccionan a gran velocidad. Recordemos que el momento en el que se fragua la crisis, diciembre de 1994, es muy delicado en términos políticos, pues es el momento de traspaso del poder presidencial. El nuevo equipo de Zedillo ocupa lentamente su lugar, mientras que el de Salinas y Aspe se retira. Asimismo, en los Estados Unidos, la salida de Lloyd Bentsen y su reemplazo aún no efectivo, como jefe del Tesoro, por Robert Rubin (antiguo financiero de Wall Street), dejan un cierto vacío en el seno del poder monetario. En cuanto a Zedillo, apenas acaba de nombrar a Serra Puche, el artífice del TLCAN y antiguo secretario de Comercio, como sucesor de Pedro Aspe, a la cabeza de la Secretaría de Hacienda. Este nuevo equipo inicia la auditoría de la situación financiera del país en noviembre. Cuando toma las riendas en diciembre, escasamente ha tenido tiempo para evaluar la gravedad de la situación. Así, Antonio Argüelles, entonces jefe de gabinete de Serra Puche, declaró al *Wall Street*: “Cuando llegamos, seis de los principales directores de la Secretaría habían dejado su cargo. Se podría decir, entonces, que nos pasamos las primeras semanas buscando dónde estaban los interruptores y los baños.” De esta forma, se perdió un tiempo precioso durante la transmisión de poder de un equipo conocedor de los mecanismos de las finanzas internacionales a otro equipo más bien versado en la dinámica del comercio internacional.

Asimismo, la elección de la fecha para anunciar la devaluación, a principios de semana (un martes), y el inminente inicio de las vacaciones de Navidad fueron elementos en contra. La noticia tomó a todo el mundo por sorpresa, pues la mayor parte de los financieros de Wall Street estaban de vacaciones o a punto de salir. Al hacer la devaluación en martes (y no en viernes, por ejemplo) se dejaron tres días en los que los mercados tuvieron tiempo para sobrereaccionar, sin posibilidad de que se cerrara la Bolsa para evitar la hemorragia. A manera de comparación, cuando Colosio fue

¹⁵ Entrevista, París, 6 de marzo de 1997.

asesinado, el 23 de marzo (un miércoles), el entonces secretario de Hacienda, Pedro Aspe, decretó de inmediato el jueves como día de duelo nacional con el fin de cortar de tajo los rumores y las transacciones. En forma simultánea, su equipo, conducido por José Ángel Gurría, se apresuró a impedir cualquier tipo de sobrerreacción, negociando un *swap* de más de seis mil millones de dólares con el Departamento del Tesoro estadounidense. El primer efecto de esta medida fue tranquilizar a los inversionistas y, sobre todo, dio a Aspe mayor margen de acción para poner en marcha sus relaciones con los medios de Wall Street y restablecer, durante el fin de semana, la confianza y la credibilidad de su política económica. Jaime Serra Puche, por el contrario, amén de las muchas tensiones surgidas en los mercados durante aquel mes de diciembre marcado por las declaraciones inquietantes de los zapatistas, procedió a realizar una serie de consultas, el 12 de diciembre entre los empresarios mexicanos y, el 19, entre los financieros de Wall Street, que no hicieron sino generar dos oleadas de desconfianza. La pérdida de confianza y credibilidad de las instituciones mexicanas fue aún mayor en virtud de que los inversionistas estadounidenses percibieron que las asimetrías de información eran relativamente importantes.¹⁶

Asimismo, la multitud de autoridades que intervinieron en la gestión de la crisis fue otra fuente de dificultades, dadas las disensiones existentes dentro de las camarillas políticas mexicanas y entre las distintas autoridades: Presidencia, Secretaría de Hacienda, Banco de México.¹⁷ En el interior de una de las secretarías, la de Hacienda, las rivalidades entre varios directores en torno de la gestión conducida por el secretario (uno de estos directores, Guillermo Ortiz, quien más tarde sería secretario de Hacienda, exigía en privado, desde finales de 1993, una devaluación) reflejaban exactamente las rivalidades políticas en el seno del poder. Sin embargo, a partir de marzo de 1995, se pone fin a esa lamentable cacofonía, al implantar una política de comunicación más rigurosa y, sobre todo, al encargar a un único portavoz de la Secretaría de Hacienda, en la persona de Alejandro Valenzuela, la difusión regular de los comunicados oficiales a la comunidad financiera internacional. Durante más de un año, todos los miércoles, entre las 14 y 15 horas, tiempo local (sobre todo, hora a la que cierra Wall Street), se trans-

¹⁶ De esta manera, la sobrerreacción se explica por un proceso en espiral, en el que las asimetrías de información conducen a fenómenos de *adverse selection* y de *moral hazard*. Véase Frederic Mishkin, "Understanding Financial Crisis: A Developing Country Perspective", *Annual World Bank Conference on Development Economics*, Washington, World Bank, 1996, pp. 29-77.

¹⁷ Entrevista, París, 17 de marzo de 1997. En ese sentido, el análisis de la crisis mexicana invita a examinar los conflictos que sacudieron la pirámide, ya agrietada, del poder mexicano. Véase Jong Gook Back, "The Mexican Crisis and the Internationalization of Finance", XVII Congreso Mundial, IPSA, Seúl, 17 a 21 de agosto de 1997.

mitía un comunicado. Al elegir el día miércoles, los mexicanos se daban también tiempo para ver cómo habían funcionado los mercados el lunes y el martes, y observar su reacción el jueves y el viernes.

Uno de los aspectos más notables del episodio mexicano es la brutalidad con la que ocurrió la desvalorización de los activos. Esta crisis reviste, como se ha destacado, un carácter no negociable, que difiere mucho de las negociaciones formalizadas que tuvieron lugar dentro del marco del Club de Londres, entre 1982 y 1989, tras la declaración del cese de pago por parte de México, en 1982. En 1994-1995 el ritmo de la crisis y de su gestión fue mucho más acelerado: en menos de tres meses, de finales de diciembre a principios de marzo, las autoridades mexicanas, estadounidenses e internacionales tuvieron que aplicar un remedio urgente al contagio. Lo que aquí destaca es la velocidad y, en primer lugar, la presteza con la que los estados y las autoridades monetarias internacionales tuvieron que reaccionar frente a una dinámica impuesta y acompasada por los mercados financieros.

En un primer momento, los mexicanos y los estadounidenses inician las negociaciones para aliviar la crisis evitando recurrir a las terapias del Fondo Monetario Internacional. Pero, a partir del 28 y 29 de diciembre, los emisarios del FMI viajan a México para evaluar la situación. Todavía transcurre una semana antes de que México, presionado por los inversionistas de Wall Street, acepte hacer una petición oficial al Fondo. Mientras que, por una parte, las autoridades mexicanas —como Guillermo Ortiz, nuevo secretario de Hacienda desde el 5 de enero de 1995— multiplican los viajes a Nueva York para tranquilizar a una comunidad financiera ahora totalmente recelosa, por la otra, se incrementan los programas de austeridad y las declaraciones. Primero, el 3 de enero, sin que convenzan mucho a Wall Street, y luego, el 9 de marzo, de manera más creíble, con un segundo conjunto de medidas más drásticas.

El 13 de enero, menos de un mes después de que estalle la crisis, Clinton elabora y anuncia un primer plan de rescate. La ayuda estadounidense asciende a 50 mil millones de dólares. Cuando se da la noticia, los republicanos y los demócratas se muestran en un principio favorables a ella, pero pronto se organiza la oposición, sobre todo en torno de los demócratas liberales, próximos a los sindicatos, y a los republicanos que habían apoyado a Ross Perot durante su campaña presidencial. Esta oposición incluye en gran medida a la coalición que se había movilizó contra la ratificación del TLCAN, unos años atrás, y logra derrotar los esfuerzos sostenidos de Robert Rubin y Alan Greenspan, responsables del Tesoro y de la Reserva Federal, respectivamente. Dado que la hostilidad del Congreso se hace cada vez más fuerte, Clinton debe aceptar reducir el monto de la ayuda a la mitad, a fin de que pueda aprobarse por simple decreto presidencial. Además, a dife-

rencia de 1982, la banca comercial, que debía aportar alrededor de tres mil millones de dólares, evade el procedimiento de negociación.

Por tanto, sería preciso encontrar otros fondos. Las negociaciones con las autoridades monetarias internacionales vienen a completar el plan de rescate, agregando 30 mil millones de dólares como préstamos excepcionales. El FMI, en particular, se involucra de lleno y organiza una segunda misión de expertos a México. En menos de dos semanas, las negociaciones entre mexicanos y expertos del Fondo dan por resultado un programa de ajuste, que a principios de febrero está listo para implantarse y que es aceptado, en apenas tres días, por un Consejo de Administración presionado por la sobrerreacción de los mercados financieros. Frente al hecho consumado por los Estados Unidos, muchos estados, sobre todo europeos, muestran su descontento, absteniéndose de votar, el 1 de febrero, en el seno del Consejo de Administración (se trata, en particular, de Bélgica, Alemania, los Países Bajos, Noruega, Suiza y Gran Bretaña, cuyas abstenciones representan alrededor de 25% del capital del FMI). No es sino hasta la reunión cumbre del G-7, los días 3 y 4 de febrero, en Toronto, cuando los ministros europeos de Finanzas expresan su solidaridad (aparente) con los Estados Unidos. Como comenta uno de los principales negociadores: "durante todas esas semanas vivimos con un revólver en la sien. Teníamos la vista fija en unos mercados financieros que no dejaban de encrespase, pero que aun así debíamos atrapar con rapidez".¹⁸

Luego de esta negociación, realizada a marchas forzadas, el presidente Clinton finalmente anunció el plan de rescate definitivo: se asignaron, en total, 50 mil millones de dólares para ayudar a México. A manera de comparación, el apoyo que el FMI y los países asiáticos encabezados por Japón otorgaron a Tailandia, en agosto de 1997, fue de 16 mil millones, es decir, tres veces menos. Asimismo, la ayuda otorgada a México superó la que se dio a Indonesia, en octubre de 1997 (30 mil millones de dólares). Del monto total, más de 20 mil millones de créditos, garantías de créditos y *swaps* los puso el gobierno estadounidense; 18 mil el FMI y 10 mil el G-10, a través del Banco de Pagos Internacionales. En Halifax, en junio de 1995, el FMI decidió doblar los recursos movilizables y crear un fondo de emergencias, con el fin de remediar otras crisis. De hecho, México sólo utilizó una parte de esa ayuda (12.5 mil millones) y reembolsó el total en forma anticipada, pidiendo un préstamo al mercado internacional, en enero de 1997, es decir, tres años antes del vencimiento.

¹⁸ Entrevista telefónica, Washington, 7 de octubre de 1997.

Una de las consecuencias de la crisis mexicana fue que se crearan, en las instancias monetarias internacionales, diversos procedimientos para acelerar la toma de decisiones. La mecánica de decisión del FMI se revisó a conciencia y a partir de ello se adoptó un procedimiento de financiamiento de emergencia tendiente a acortar las demoras. Entre la conclusión del trabajo de campo de la misión de expertos del FMI y el arribo del informe hasta el Consejo de Administración, instancia principal de decisión del FMI, el lapso transcurrido promedio solía ser de 60 a 90 días. Durante la crisis tailandesa, éste se redujo a menos de 20 días.¹⁹ Es cierto que la rapidez de propagación de la crisis tailandesa al conjunto del Sudeste Asiático dejó ver las limitaciones de los mecanismos movilizados. Sin embargo, también es cierto que este ejemplo ilustra la carrera en la que están atrapados estados y mercados, los primeros estando obligados a ajustar sus tiempos de reacción a la velocidad de propagación de los sobresaltos monetarios.

LECCIONES DE LA CRISIS MEXICANA Y AJUSTE DE LOS ENFOQUES DE RIESGO-PAÍS

A la fecha, la crisis mexicana sigue presente en el espíritu de muchos analistas y economistas. Es el rasero con el que se miden los nuevos tumbos de los mercados bursátiles, como lo muestran los paralelismos —justificados o no— que se descubrieron en la crisis de las divisas asiáticas del verano y otoño de 1997.

Sobre todo, la crisis mexicana dio origen a un considerable número de obras que intentan dilucidar sus causas y consecuencias. Puso en evidencia la necesidad imperativa de vigilar más el volumen y, sobre todo, la estructura de la deuda, junto con otros factores y señales de alarma, como el crecimiento del crédito nacional o el aumento de las tasas de interés extranjeras.²⁰ También dejó ver la lógica de corto plazo que manejan los mercados emergentes, como lo revela la fuerte concentración de la deuda a corto plazo, los Cetes y los Tesobonos en el caso mexicano, que vencían en los primeros meses de 1995. En total fueron 29 mil millones de Tesobonos indexados en dólares los que vencieron en 1995, de los cuales más de 10 mil

¹⁹ Véase el *Informe anual 1996* del FMI, Washington, p. 137.

²⁰ Luego de examinar más de cien países en vías de desarrollo, durante el periodo 1971-1992, Frankel y Rose muestran que una tasa de *inversión extranjera directa/deuda* relativamente baja está asociada a una crisis monetaria. Véase Jeffrey Frankel y Andrew Rose, "Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators", *NBER Working Paper*, núm. 5437, enero de 1996.

millones lo hicieron en el primer trimestre del año. En cuanto a las reservas cambiarias del Banco de México, éstas se redujeron 80% en unos cuantos meses. Así, México se había arrojado él mismo a la trampa de los préstamos del mercado y no disponía sino de cinco mil millones de reservas para responder a aquellos vencimientos que, tan sólo a principios de 1995, sumaban más del doble. Tal situación llevó a que las autoridades monetarias internacionales y los economistas se inclinaran de nuevo hacia el famoso impuesto de Tobin sobre las transacciones internacionales, a fin de limitar y enmarcar los movimientos pendulares de los mercados financieros, en particular, en los de divisas, estimadas en más de 1 200 billones de dólares diarios.

Esta crisis también corroboró las asimetrías de información que existen en los mercados emergentes. Como lo informó el FMI, entre el 30 de noviembre y el 19 de diciembre, es decir, en las tres semanas previas a la devaluación del peso, los retiros por parte de inversionistas extranjeros sumaron solamente 320 millones de dólares, de un total superior a 2 800 millones de dólares. De hecho, no fue sino hasta febrero de 1995 cuando se aceleraron los retiros masivos de los inversionistas extranjeros, es decir, más de dos meses después de la devaluación.²¹ Asimismo, después del informe del FMI en el que se denunciaban las fugas de capitales mexicanos, los estudios económicos conducidos por Frankel y Schmukler confirmaron la existencia de tales asimetrías: con base en las cifras de tres fondos mexicanos, los autores muestran que los retiros realizados por estos últimos fueron relativamente importantes aun antes de la devaluación, lo que hace pensar que disponían de mejor información.

Trabajos posteriores de esos mismos autores trazan la causalidad de esta crisis mimética: la difusión tuvo lugar desde la comunidad de inversionistas que operaban en México hacia la de Wall Street, y, desde ahí, la reverberación se extendió al resto de los mercados emergentes. Además, la onda de

²¹ Los boletines relativos al primer semestre de 1996 de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) confirman, igualmente, el recelo de los propios mexicanos frente a su moneda. Mientras que el gobierno negociaba el apoyo financiero de la comunidad internacional para pagar su deuda de corto plazo, contraída en parte como resultado de la devaluación del peso, los poseedores de capitales mexicanos seguían transfiriendo sus fondos en forma masiva a los Estados Unidos. En su informe de junio de 1996, la FED revelaba que el monto de los fondos de origen mexicano depositados en los Estados Unidos ascendía a cerca de 25 mil millones de dólares, al 31 de diciembre de 1995, es decir, dos veces más que la suma correspondiente al año anterior. Así, los mexicanos representan 27.5% del total de los depósitos latinoamericanos en las instituciones financieras estadounidenses, muy por delante de los brasileños, argentinos, venezolanos y colombianos, mientras que, en 1994, México ocupaba el tercer lugar, detrás de Argentina y Venezuela. En 1995, además de los mexicanos, sólo los brasileños aumentaron considerablemente sus depósitos fuera de las fronteras de su país.

choque actuó en forma selectiva, afectando más a los países cuyos fundamentales y desempeños económicos eran relativamente débiles. La elevada tasa deuda/exportación hizo de las Filipinas, por ejemplo, una presa fácil, pese a la distancia que las separa de México, mientras que un país como Chile, mucho más cercano al epicentro de la crisis, no fue afectado sino de manera marginal, gracias a su buen desempeño económico.²²

Tradicionalmente, los economistas proponen dos canales de transmisión. El primero es el de los intercambios comerciales, pero el análisis de la crisis mexicana apunta a que ese mecanismo debe relativizarse, pues si bien permite explicar la transmisión hacia países tales como Brasil o Argentina, cuyos flujos comerciales con México no son despreciables, ¿por qué otros países con los que las relaciones comerciales eran modestas, como Tailandia o Malasia, por ejemplo, fueron sacudidos por la crisis mexicana? En virtud de esto, se prestó entonces atención al otro mecanismo de transmisión, basado en las similitudes macroeconómicas entre países: los inversionistas discriminaron y ponderaron sus carteras en función de las bases económicas, tratando de salir de los países emergentes cuyo desempeño económico era débil o insostenible.²³

De esta forma, la explicación del contagio a través de los fundamentales se combina con aquellas que destacan el comportamiento ovejuno de los operadores, el cual provoca "profecías autorrealizadas". Así, dado que el costo de la información es elevado y la diversificación de la cartera, sencilla, los inversionistas tienden a producir amplios movimientos pendulares de un país al otro. Este comportamiento mimético fue particularmente evidente en el caso mexicano, donde hubo mucha interacción de *nose traders* e inversionistas, lo que explica en gran parte que el contagio fuera selectivo y afectara más a Argentina, Brasil y Venezuela, que a Chile o Colombia. En Asia, el First Philippine Fund tuvo una caída de 28%, comparable al desplome argentino, y también otros países, como Indonesia, Pakistán, Taiwán y Vietnam fueron sacudidos por la onda de choque. Los mismos mecanismos de propagación

²² Véase Jeffrey Frankel y Sergio Schmukler, "Country Fund Discounts and the Mexican Crisis of December 1994: Did Local Residents Turn Pesimistic Before International Investors?" y "Crisis, Contagion and Country Funds: Effects on East Asia and Latin America", University of California at Berkeley, 1996 (no publicados).

²³ Sin embargo, las pruebas empíricas que realizaron Eichengreen, Rose y Wyplosz en alrededor de 20 países industrializados, entre 1959 y 1993, tienden a relativizar la transmisión por comparación de los fundamentales. Estos autores muestran en su estudio que, a diferencia del episodio del "efecto tequila", el canal de transmisión preponderante fue el de los lazos comerciales. Véase Barry Eichengreen, Andrew Rose y Charles Wyplosz, "Contagious Currency Crisis", *NBER Working Paper*, núm. 5681, julio de 1996.

mimética volvieron a intervenir algunos años después, en el verano de 1997, durante los ataques contra las divisas del Sudeste Asiático.

Tal comportamiento de imitación no es irracional en sí mismo. Cada operador tiende a interpretar las órdenes de compra o venta de los otros operadores como el resultado de una información que ellos poseen y que él supone valiosa. El problema surge cuando el comportamiento mimético se acelera y los operadores imitan instantáneamente las conductas, a la alza o a la baja, que observan. Aquí ya no se trata tanto de la credibilidad o pertinencia de las informaciones económicas fundamentales, sino que lo más importante, como lo señala un financiero neoyorquino, es hacer el mejor pronóstico —es decir, antes que los demás— del comportamiento tendencial del mercado y seguirlo. Pronto, la desconfianza se apodera de todos los operadores y la “dinámica de la duda” se extiende al conjunto de los mercados emergentes. La dinámica de los precios no es en absoluto reducible al juego mecánico de los fundamentales. Como lo señala Orléan: “El precio no es el simple reflejo de las condiciones objetivas de la rareza; también implica un juicio colectivo, es decir, el de la comunidad financiera en cuanto constituye una totalidad activa, dotada de intereses y creencias más o menos fundadas.”²⁴

La crisis mexicana es, en ese sentido, un ejemplo patente de *market failure*. “Nadie vio venir la crisis porque, en definitiva, nadie quería verla venir”, comenta un economista de Wall Street.²⁵ Como escribió Kaufman en un informe para el Grupo de los Treinta, aunque los analistas hayan constatado que los fundamentales mexicanos se habían deteriorado y, en particular, que las reservas del Banco de México se habían derretido como nieve al sol, los pronósticos no se modificaron:

Todas las empresas querían hacer negocios en los mercados emergentes debido a los márgenes de ganancias. Así, los analistas se volvieron parte integral del juego financiero. Fueron sumamente cautos en cuanto a sacar a la luz los problemas. También estaban sometidos a presiones crecientes por parte de los responsables de ventas y de los *corporate finance executives*, quienes los instigaban a producir ideas para vender y no para frenar las ventas.²⁶

²⁴ André Orléan, “Le rôle des influences interpersonnelles dans la détermination des cours boursiers”, *Revue Économique*, núm. 5, septiembre de 1990, pp. 839-868.

²⁵ Entrevista, Nueva York, 11 de febrero de 1997.

²⁶ Henry Kaufman, “Opening Remarks”, en *Mexico: Why Didn't Wall Street Sound the Alarm?*, Washington, Group of Thirty, 1995 (no publicado).

Por su parte, un analista neoyorquino agrega:

Es posible que muchos economistas fueran disuadidos de mostrar abiertamente su escepticismo. En esa época, emitir una opinión negativa sobre México era como querer matar a la gallina de los huevos de oro. ¿Quién osaría cometer semejante crimen, si las estrellas de Wall Street, mucho más escuchadas y creíbles, marchaban en sentido contrario? Lo más sabio era, entonces, abstenerse de hablar y seguir la corriente, aunque uno supiera que la caída sería vertiginosa y que era inminente.²⁷

En los bancos de inversión y los diversos organismos financieros, el impacto de la crisis mexicana provocó una revaloración de los instrumentos de medición del riesgo-país. Por lo general, son dos los tipos de enfoque que se utilizan, los unos basados en el peritaje cualitativo de un especialista en tal o cual economía, los otros en los *ratings* que asignan una calificación, de acuerdo con una escala, a cada una de las economías emergentes. Juzgados, en ocasiones, demasiado subjetivos o sesgados en función de los criterios y correlaciones que dan origen a los *ratings*, ambos enfoques se utilizan de manera conjunta y han sido objeto de revisiones a partir de la crisis mexicana. En Europa, a semejanza de los bancos de inversión neoyorquinos, como JP Morgan o el Santander, banco español con sede en Nueva York y hoy en día uno de los principales operadores en América Latina, los organismos de seguros de riesgos, como la Caja de Depósitos y Consignaciones o la COFACE, en Francia, se han dado a la tarea de robustecer sus equipos de análisis de riesgo-país (a veces, incluso, recurriendo a consultores latinoamericanos) y a reconfigurar las metodologías y criterios de investigación. En la Caja de Depósitos, el equipo de análisis de riesgo-país/mercados emergentes fue reforzado y se reacomodaron las escalas de riesgo, a la vez que se afinaron las tipologías utilizadas. De igual forma, en la COFACE se calculó un índice de crisis financiera, utilizado para los 16 países en cuestión, a partir de una serie de índices que evalúan la vulnerabilidad estructural, la confianza de los mercados y la apreciación de la moneda.

²⁷ Entrevista, Nueva York, 14 de febrero de 1997. Desde este punto de vista, México, al igual que Tailandia, ilustra la tesis desarrollada por Robert Shiller, economista de la Universidad de Yale, quien ha investigado el comportamiento de los inversionistas tras un choque financiero. Uno de los resultados obtenidos, a partir de una muestra de mil inversionistas interrogados tras el crac del 19 de octubre de 1987, es que la reacción de los operadores no se debió a una información o un dato nuevo que hubiera polarizado su atención (y explicado la sobreacción), sino más bien a la noticia misma del crac, con lo que el desplome se autoalimentó de manera mimética. Véase Robert Shiller, *Market Volatility*, Cambridge, Mass., The MIT Press, 1989.

En el ámbito internacional también se buscó introducir señales de alarma más pertinentes para prevenir los contagios. Al igual que los bancos de inversión, el FMI desarrolló una batería de indicadores, como el nivel de reservas nacionales e internacionales, la tasa de cambio real, el crédito nacional y el del sector público, la inflación, la balanza comercial, el crecimiento de la masa monetaria, el déficit presupuestal o el crecimiento del PIB, indicadores todos ellos que los economistas integran en modelos de ponderaciones y proyecciones que vigilan los llamados de alerta. Esta aspiración de poder hacer previsiones descansa, en realidad, en el postulado de que las crisis se explican, antes que nada, por fundamentales económicos que el mercado viene a corregir, lo que hace que no se preste atención a los mecanismos de difusión mimética y de pronósticos autorrealizables. En ese caso, en efecto, los virajes en los pronósticos no podrían rastrearse y predecirse mediante el solo análisis económico; sería necesario atender más a los regímenes cognitivos de los mercados financieros.

En cuanto a las autoridades mexicanas, ellas también han hecho un gran esfuerzo en relación con la comunicación de la información y la confiabilidad de las estadísticas. Fue lo que el FMI y las instancias monetarias internacionales demandaron a raíz de la crisis. En efecto, cuando la burbuja mexicana estalló, en diciembre de 1994, los inversionistas y operadores financieros disponían solamente —en cuanto a estadísticas oficiales sobre el estado de las reservas mexicanas— de las cifras relativas a junio, en las que aún se veía un confortable colchón de casi 17 mil millones de dólares (mientras que en diciembre sólo quedaban seis). En 1995, *The Economist* presentó la escala de confiabilidad de las estadísticas proporcionadas por los gobiernos. En este ejercicio realizado el 4 de marzo, México vio recompensados sus esfuerzos, pues ocupó el sexto lugar entre alrededor de 40 mercados emergentes (en diciembre figuraba entre los cinco últimos), apenas después de Taiwán, Corea del Sur, Argentina y Chile (primero en la lista si, además de la confiabilidad, se consideraba también la precisión de las estadísticas).

DEL EFECTO TEQUILA AL EFECTO SANGRITA

Cuando vemos la situación en retrospectiva, lo que más sorprende es la extraordinaria capacidad de recuperación de México. Es una de las grandes diferencias con respecto a su crisis de 1982, cuando el ostracismo financiero duró cerca de siete años. Tras la crisis de 1994, en cambio, en apenas siete meses México pudo reintegrarse —aunque a un costo muy elevado, es cierto— en los mercados financieros.

Desde mediados de agosto de 1995 y durante todo 1996, los bancos neoyorquinos (Bankers Trust, Flemings o Goldman Sachs, por citar sólo algunos) anunciaron con bombo y platillo el retorno de México a los mercados financieros. Muy pronto, el país pudo emitir de nuevo euro-obligaciones, por sumas considerables (4 800 millones de dólares en 1995, y 2 700 millones tan sólo en el trimestre de 1996) y por periodos cada vez más largos. Al “tequilazo” de 1994 siguió, así, un efecto sangrita, que vino a endulzar el trago amargo de diciembre de 1994. Si bien esta recuperación no llevó a la economía mexicana a un estado totalmente satisfactorio, sí se tradujo en el retorno de los inversionistas extranjeros, por algún tiempo recelosos pero ahora de nuevo confiados en el crecimiento reencontrado (5.1% en 1996, mientras que el PIB había retrocedido 6.2% en 1995). El índice *Financial Times/Standard & Poor's* vuelve a duplicarse entre 1995 y 1997, al pasar de 700 a cerca de 1 500 dólares. Es cierto que está muy lejos de los récords alcanzados antes de la crisis de 1994 (más de 2 500 dólares, es decir, 25 veces más que en 1987, cuando se creó el índice). Pero los inversionistas han vuelto a creer en ese “bravo New World” en el que México se ha convertido a sus ojos.²⁸

En Nueva York, muchas firmas rectifican sus pronósticos, siguiendo el ejemplo de Deutsche Morgan Grenfell, Salomon Brothers, CS First Boston, Morgan Stanley, o incluso de algunas agencias clasificadoras de riesgo, como Standard & Poor's.²⁹ Las recientes adquisiciones realizadas por bancos tales como HSBC Holdings o Banco Santander, en Brasil, confirman que el atractivo de los mercados latinoamericanos no ha hecho sino aumentar a partir de la crisis mexicana. Con la compra, respectivamente, de Bamerindus, en mayo de 1997 (por cerca de mil millones de dólares), y del Banco Noroeste, en agosto de 1997 (500 millones de dólares), esos dos bancos corroboran el interés creciente de los banqueros extranjeros por los mercados aún no saturados. En total, un grupo como el Banco Santander de Emilio Botín, por ejemplo, invirtió en la región más de 3 700 millones de dólares, con lo que se convirtió en uno de los principales bancos privados no sólo de España sino también de Argentina, y concentró, al igual que su rival espa-

²⁸ Véase Jorge Mariscal, “Latin American Stocks in 1996: A Bravo New World”, Latin American Research Equity Markets Strategy, Goldman Sachs, enero de 1996.

²⁹ Véase “Mexico’s Economic Outlook for 1997: Ready to Take Off?”, Emerging Markets Latin America, Deutsche Morgan Grenfell, enero de 1997; “Latin America: Economic and Financial Projections”, Latin America Economic & Market Analysis, Salomon Brothers, 30 de enero de 1997; “Mexican Banking System: Beyond the Crisis”, CS First Boston, Economic Research-Americas, 14 de noviembre de 1996; “Sovereign Reports: United Mexican States”, Standard & Poor's, abril de 1996.

ñol, el Banco Bilbao Vizcaya, tantos empleados en América Latina como en la península ibérica. Además de esas adquisiciones, los bancos volvieron a reforzar sus equipos de analistas especializados en América Latina, como lo hizo HSBC Markets, que en agosto de 1997 contrató a un nuevo *chief Latin American economist* en la persona de Gary Newmann (proveniente de HSBC James Capel Mexico).

Otra prueba de que México había recuperado el favor internacional fue que los especialistas del mundo entero, que se reunieron en marzo de 1997 en Barcelona para la sesión anual del Banco Interamericano de Desarrollo, aplaudieron el desempeño mexicano. En una encuesta que realizó *Fortune* para el Bank of Boston, con una muestra de mil inversionistas, empresas, instituciones financieras y bancos, más de 80% de los dirigentes interrogados declaró sentir incluso más optimismo y confianza hacia la región que cinco años atrás. Mejor aún, 38% de los inversionistas hacía pronósticos particularmente favorables en lo relativo a México, el cual estaba muy por delante de Brasil (19%), Argentina (13%) e incluso Chile (16%). Un *think tank* estadounidense con sede en Washington, el Institute of International Finance, confirma la recuperación de México: con siete mil millones de dólares en inversiones extranjeras directas (IED) en 1996, México se encuentra justo detrás de Brasil (ocho mil millones de dólares en IED en 1996), pero su progreso es mucho más espectacular (cerca de 3% del PIB entre 1995 y 1996, contra 1% de Brasil). Las elecciones mexicanas del 6 de julio de 1997 ratificaron dicha recuperación a los ojos de los inversionistas. En México, la Bolsa festejó la entrada del país en la era de la política democrática con un bono de más de 2%. La victoria de la oposición era esperada, pero la moderación de las propuestas luego de las elecciones contrasta con los resbalones de una campaña particularmente amarga. Tanto la comunidad financiera internacional, como los medios empresariales mexicanos y las cámaras patronales del país, todos aplauden hoy la victoria de la oposición.

LOS MOTIVOS DE LA INTERVENCIÓN RÁPIDA DE LOS ESTADOS UNIDOS

La explicación de que México haya recuperado el favor internacional se debe básicamente a la puesta en marcha de un plan de apoyo sin precedentes, por la cantidad de 50 mil millones de dólares, conducido por el FMI y los Estados Unidos. Al funcionar como un seguro contra riesgos, dicho plan permitió que el país tuviera una convalecencia singularmente corta. De manera oficial, la intervención de los Estados Unidos y de la comunidad internacional se justificó por el riesgo de contagio al resto de los mercados emergentes; para evitar el peligro de la crisis sistémica esgrimida por Clinton y las

autoridades monetarias internacionales, se imponía un plan de rescate de vasto alcance.

Sin embargo, podría plantearse otra explicación, a saber, que la amplitud y rapidez del plan de rescate también se debieron a consideraciones de orden político. La crisis puso a prueba la solidez y la solidaridad interna del TLCAN. Sobre todo, el plan de ayuda se explica por una novedad que surgió durante los años noventa en los mercados financieros y emergentes: la entrada en escena de los inversionistas institucionales, es decir, los famosos fondos de pensión y los *mutual funds* norteamericanos. A diferencia de la crisis de 1982, ésta no afectó solamente a algunos grandes bancos comerciales estadounidenses, sino a una multitud de inversionistas institucionales y, por ende, a millones de ahorradores (es decir, de electores) estadounidenses.

El desarrollo de ese tipo de fondos es, sin duda, una de las transformaciones más espectaculares de las finanzas internacionales en los últimos 15 años. Desde 1980, los activos administrados por los institucionales estadounidenses se multiplicaron por cinco. Tan sólo con ellos, los *mutual funds* experimentaron un crecimiento de 1 600%. En cuanto a los fondos de pensión, éstos pasaron de 900 mil millones a cerca de cinco billones de dólares administrados, entre 1980 y 1995. Los activos que concentran los 300 más grandes inversionistas institucionales estadounidenses ascienden, a finales de 1993, a 7.2 billones de dólares (es decir, 110% del PIB de los Estados Unidos, contra 30% en 1975). Hoy en día, ese proceso afecta también a los mercados emergentes, dado que los fondos de inversión están en busca de rendimientos elevados y posibilidades de diversificación de sus carteras. Así, estos mercados verán un aumento en su capitalización bursátil, de 450 mil millones de dólares a más de dos billones, en el curso de los últimos seis años, lo que representa 15% de la capitalización bursátil mundial.

De esta manera, la más leve recomposición de la estructura de las carteras puede generar flujos o reflujos considerables. Una simple modificación de dos o tres puntos en la estructura multidivisas de los inversionistas institucionales puede provocar movimientos superiores a 100 mil millones de dólares, mientras que las reservas de un país como México, por ejemplo, sumaban en 1993 no más de 30 mil millones. Estos nuevos actores, ávidos antes que nada de financiamientos cortos renovables y de títulos convertidos en la base de plusvalías a corto plazo, padecen también la racionalidad mimética y la miopía creciente de los mercados financieros. Así, en 1994, la crisis golpeó a cientos de miles de pequeños ahorradores, a esos pensionados y asalariados estadounidenses que habían invertido sus ahorros en los *mutual funds* administrados por instituciones tales como Fidelity Investments, Alliance Capital, Goldman Sachs, Salomon Brothers y Scudder, Stevens & Clark. En total, algunos fondos acumularon pérdidas considerables,

como Fidelity's Emerging Markets Fund, el cual tuvo un quebranto en 1994 de 17.9%; Scudder's Latin America, de 9.4%; y el Chemical Bank de Nueva York, que, tan sólo con el cambio peso/dólar, perdió más de 70 millones de dólares el 3 de enero de 1995.

¿SON LOS MERCADOS LOS NUEVOS MAESTROS RELOJEROS?

El caso de la crisis mexicana es, a este respecto, un claro ejemplo de la guerra de los tiempos entre estados y mercados. Si aceptamos la interpretación oficial, esta crisis se configura como una crisis de liquidez a corto plazo: los mercados previeron una devaluación del peso que se había hecho esperar. De ahí la carrera de velocidad entre las medidas de política económica (inyección de casi 50 mil millones de dólares por los Estados Unidos y otros actores internacionales con el fin de desacelerar y detener la fuga de capitales y restaurar las paridades) y la sobrereacción de los mercados financieros. Los estados intentaron reaccionar con gran rapidez, en la emergencia, para frenar la propagación de la crisis financiera.

Pero, ¿por qué haber esperado tanto para proceder a una devaluación que habría debido imponerse desde el mes de marzo de 1994? Algunos economistas y politólogos han señalado reiteradamente los mecanismos que suelen incitar a que se diferan ajustes que, sin embargo, se saben necesarios. Así, Fernández y Rodrik muestran que existen fuertes tendencias a resistirse a la aplicación de reformas, pues no sólo las ganancias y los costos no se distribuyen de manera uniforme entre los diversos segmentos o grupos sociales, sino que la incertidumbre con respecto a dicha distribución hace que los gobiernos se abstengan o, cuando menos, diferan el ajuste.³⁰ En el caso de la crisis mexicana, el calendario político agravaba la aversión, pues la perspectiva electoral de agosto de 1994 invitaba a no hacer nada que pudiera alterar la credibilidad y reputación de un gobierno que competía en la carrera presidencial.

También había otras razones opuestas a la devaluación del peso. Una de ellas era de orden externo. Uno de los argumentos presentados por los parlamentarios estadounidenses hostiles al TLCAN había sido que, una vez firmado el Tratado, México devaluaría su moneda, con lo que "robaría" empleos a los estadounidenses mediante procedimientos desleales. Así, por

³⁰ Raquel Fernández y Dani Rodrik, "Resistance to Reform: Status Quo Bias in Presence of Individual Specific Uncertainty", en Federico Sturzenegger y Mariano Tommasi (eds.), *The Political Economy of Reform*, Cambridge, Mass., The MIT Press, 1998, pp. 61-76.

esta razón de lealtad, durante todo el año de 1993 y los primeros meses de 1994 Salinas tuvo las manos atadas: devaluar era traicionar. Otros motivos eran de orden interno. La reconquista de las clases medias por el PRI, a partir de 1988, se debía en gran parte a la estabilización de los precios y la tasa de cambio. Devaluar equivalía, entonces, a exponerse a perder de nuevo algunos sectores electorales. En la víspera de las elecciones presidenciales de agosto, era políticamente inconcebible.

Por último, existe una memoria de las devaluaciones precedentes, vinculadas en gran medida al ciclo de las elecciones presidenciales. En México, la devaluación sanciona el fracaso político. Como lo dijo el ex presidente López Portillo, en 1982: "un presidente que devalúa es un presidente devaluado". Entonces, para comprender por qué la idea de la devaluación se difirió hasta diciembre de 1994 es necesario tomar en consideración la agenda personal del presidente saliente, Carlos Salinas de Gortari. Desde principios del año, Salinas, cuyo cargo concluiría hasta el mes de noviembre, había empezado a negociar la posibilidad de tomar la jefatura de la Organización Mundial de Comercio. Asimismo, para Pedro Aspe, secretario de Hacienda hasta finales de noviembre de 1994, la credibilidad de su política económica y su reputación misma ante las instituciones financieras neoyorquinas se habrían visto menoscabadas por una devaluación. Por lo tanto, no había más que decir, aun en contra de los consejos y recomendaciones de su mentor, el economista del MIT, Rudiger Dornbusch.

Así, las estrategias personales y las agendas políticas de los dirigentes mexicanos interfirieron en el proceso de decisión: había que aguantar el mayor tiempo posible. Para tal efecto, la estrategia adoptada fue emitir, a partir de marzo, los famosos Tesobonos. Durante todo 1994, los poderes públicos mexicanos ganaron tiempo y los Tesobonos aumentaron de 8% a más de 60% del total de la deuda pública en títulos. Al mismo tiempo, se recortaron masivamente los financiamientos privados volátiles; la suma de los activos monetarios y financieros propiedad de no residentes y de los capitales de residentes fácilmente exportables ascendía a 90 mil millones de dólares, que en unas cuantas semanas podrían quererse cambiar a monedas fuertes. Ahora bien, las reservas cambiarías a mediados de 1994 sumaban apenas 17 mil millones. En esas circunstancias, la crisis cambiaría podría ocurrir en cualquier momento. La bomba de tiempo se había activado y estalló el 20 de diciembre, con la elevación de 15% del techo de la banda de fluctuación autorizada, y el día 22, con la decisión de dejar que el peso flotara libremente.

Pero, yendo más a fondo, y más allá de las estrategias individuales de los gobiernos, esta crisis plantea el problema de la transformación de lo político. A partir de ese momento, los estados deben ajustar su cadencia a la de los mercados, cuyo horizonte temporal está marcado por la incertidumbre

y el corto plazo. Los horizontes temporales de los estados y los mercados son muy distintos; sólo los primeros pueden imprimir una cierta lentitud a lo político, pues los segundos están caracterizados por la velocidad de sus dinámicas. En otras palabras, sólo el Estado es “el guardián de los relojes”, el proveedor de la lentitud necesaria, inaccesible a los mercados, en donde reinan las aceleraciones y los ajustes en tiempo real.

LA MIOPIA TEMPORAL DE WALL STREET

La lógica de corto plazo de los mercados financieros también puede aprehenderse desde la perspectiva sociológica, si prestamos más atención a los actores que operan en esos mercados.

Antes que nada, subrayemos que, cuando se habla de mercados, conviene distinguir las distintas temporalidades. El tiempo de la economía, como el de la historia, conjuga corrientes de larga duración e historias de acontecimientos, espesor del tiempo largo y oscilaciones breves y nerviosas del tiempo corto. Se afirma como un tiempo múltiple y contradictorio, ya sea que se considere uno u otro de los escenarios de la economía mundial, a saber, el de la economía mercantil o el del capitalismo financiero. Los horizontes temporales de esas dos esferas son muy diferentes: la primera está más vinculada al largo plazo, la segunda está dominada por juegos intertemporales reactivos y de corto plazo.

Además, en los mercados financieros los horizontes temporales son más o menos cortos de acuerdo con las profesiones. Los de los *traders* están limitados a las transacciones horarias, se realizan en tiempo real, en el mercado, día a día. Los estrategas disponen de más distancia y hacen pronósticos de meses o años. El horizonte temporal de los gerentes de cartera, de quienes administran los fondos de pensiones o los *mutual funds*, está en ocasiones limitado a tres meses, dado que el desempeño y los rendimientos de sus carteras se evalúan, califican y clasifican trimestralmente. Sin embargo, algunos gerentes pueden desarrollar políticas y estilos de gestión centrados en el largo plazo y con una rotación de la cartera más bien débil. Éstos se concentran en empresas subvaluadas en relación con sus activos o sus rendimientos y pueden, por tanto, conservar sus títulos durante más tiempo. Pero la mayoría prefiere jugar a la tendencia, al *momentum* que impulsa a los mercados. Presta poca atención a los informes anuales de las empresas y se enfoca solamente en las ganancias trimestrales, siendo así muy atinada la expresión de Michel Albert: “la dictadura del *Quarterly Report*”, fundamento mismo de la lógica del corto plazo. Esta última es tanto más acentuada cuanto que la diversificación de las carteras es extrema; el inversionista

institucional anglosajón puede deshacerse rápidamente de un valor dado en la medida en que el resto de su cartera permanece idealmente repartida.

En cuanto a los horizontes temporales de los economistas, debemos diferenciar entre economistas de mercado y economistas que trabajan en centros de investigación. Los primeros, destaca un economista de mercado parisino:

alimentan a los *traders*, los compradores y los vendedores, de manera cotidiana. En un centro de investigación económica se dispone de más tiempo para considerar el pasado más o menos lejano, a fin de dilucidar un futuro más o menos cercano. El acento no está puesto en la previsión de los parámetros financieros de corto plazo. En cambio, para el economista de mercado, todo acontecimiento político, toda noticia sobre una cifra, toda aprobación de una ley son hechos mayores a los cuales debe reaccionar de manera inmediata. Reacciona al segundo, en tiempo real.³¹

Todo economista especializado en América Latina, por ejemplo, vive al ritmo de un calendario financiero en el que figuran los acontecimientos cotidianos que va a analizar, evaluar e interpretar tan pronto como aparezcan en los monitores y en la pantalla de la computadora. Por su parte, los economistas de los centros de estudios manejan una información más amplia y disponen de una distancia de tiempo más apreciable.

Finalmente, los gerentes de cartera viven con la vista fija en los resultados y desempeños trimestrales o semestrales, recomponiendo sus carteras en función de las señales emitidas por las cuentas nacionales o las de las empresas en las que confían. Algunos estudios permiten pensar que esos gerentes son más arriesgados (*risk-taking*) y, por tanto, más adeptos al corto plazo, mientras son más jóvenes, más preparados y propensos a cambiar más rápidamente de banco.³² El sistema de su remuneración también funciona como una prima de riesgos e incita a tomas de posición más temerarias en la medida en que los rendimientos son prometedores (y, por tanto, los bonos potencialmente más grandes). Kahneman y Tversky han demostrado que el gusto por el riesgo varía según que la decisión implique pérdidas o ganancias: los individuos se vuelven *risk-seekers*, y no adversos a ello, cuando la decisión implica una pérdida. Mientras mayor es la pérdida potencial,

³¹ Entrevista, París, 12 de marzo de 1997.

³² Véase Judith Chevalier y Glenn Ellison, "Are Some Mutual Fund Managers Better Than Others? Cross-sectional Patterns in Behavior and Performance", *NBER Working Paper*, núm. 5852, diciembre de 1996.

mayor es la disposición de los individuos a tomar riesgos, más aún porque no juegan con sus propias apuestas, como es el caso en las finanzas.³³

La rotación (*turnover*) genera, también, un mercado de analistas financieros relativamente turbulento, dado que muchos de ellos cambian de puesto a lo largo del año.³⁴ Es particularmente elevada entre los gerentes de fondos de inversión. Así, de acuerdo con las estadísticas que publicó la revista *Forbes* en agosto de 1997, la tasa de rotación anual de los gerentes de cartera en firmas tales como Fidelity, Putman o AIM es del orden de 15%, y se eleva a 29% para Kemper, la cual curiosamente basó su política comercial en la frase publicitaria: "*Long-term investing in a short-term world*" (véase el cuadro 1).

Ese juego de cajas musicales fomenta una carrera por los mejores salarios bonificados y fomenta la dimisión de analistas y, en ocasiones, de equipos enteros. Así, en 1996, uno de los mejores equipos dedicados a América Latina, el de ING Barings, hizo sus maletas para irse con la competencia, la firma Deutsche Morgan Grenfell; fueron cerca de 40 especialistas los que dejaron el banco y, con ellos, una parte de sus clientes. De esta forma, algunas estrellas de los mercados emergentes latinoamericanos saltan de una firma a otra, negociando salarios que, según el diario especializado de Miami, el *Latin Finance*, son superiores al millón de dólares anuales, como en el caso de Jay Pelosky, de Morgan Stanley, Time Love, de ING Barings, o Geoffrey Dennis, de Bear Stearns. Este último, en unos cuantos años cruzó varias veces la calle neoyorquina en la que se miran de frente varias firmas, y con cada cruce su salario se multiplicó. A principios de 1998, Dennis volvió a dejar su banco, al pasar de HSBC James Capel, en donde había llegado a ser *global emerging markets strategist* y *head of Latin American research*, para irse a Deutsche Morgan Grenfell, como *head of global emerging markets strategy*. En Wall Street, tan sólo en el año de 1996, los 150 mil empleados del sector de acciones recibieron más de 8 100 millones de dólares en primas.

³³ Daniel Kahneman y Amos Tversky, "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk", *Econometrica*, vol. 47, núm. 2, 1979, pp. 263-291. Los trabajos de Thaler sobre el comportamiento financiero muestran, en particular, que los individuos tienen un comportamiento diferente según sean o no propietarios; en el último caso, tienden a vender más caro y a comprar a un precio inferior. Es el famoso *endowment effect* que plantea Thaler, hoy profesor en la Universidad de Chicago. Véase Richard Thaler, Daniel Tversky y Jack Knetsch, "Experimental Tests of the Endowment Effect", *Journal of Political Economy*, vol. 98, núm. 6, 1991, pp. 1325-1348; de los mismos autores, "Endowment Effect, Loss Aversion and Status Quo Basis", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 5, núm. 1, 1991, pp. 193-206; y Richard Thaler, *Advances in Behavioral Finance*, Nueva York, Russel Sage Foundation, 1993.

³⁴ Véase el estudio empírico de Ajay Khorana, "Top Management Turnover: An Empirical Investigation of Mutual Fund Manager", *Journal of Financial Economics*, núm. 4, 1996, pp. 403-427.

CUADRO 1
Rotación de los gerentes de cartera

<i>Firma</i>	<i>Porcentaje de rotación de gerentes en los fondos de acciones (1994-1996)</i>
Kemper	29
Van Kampen American Capital	21
AIM	16
Putnam	15
Fidelity	14
Mass Mutual/Oppenheimer	14
Dreyfus	12
American Express/IDS	11
Scudder	10
Dean Witter	9
Smith Barney	8
American Century	8
MFS	6
Merrill Lynch	4
Franklin Templeton	4
Vanguard	4
American Funds	2
T Rowe Price	2

Fuente: Morningstar, Inc. 1997, y *Forbes*, 25 de agosto de 1997.

Pero la danza de los *golden boys* y el vuelo de sus remuneraciones no concierne solamente a la plaza de Nueva York, aun cuando ahí sean particularmente espectaculares. En fecha reciente, la BNP (Banque Nationale de Paris) llevó a cabo un reclutamiento masivo de personal del Crédit Lyonnais, el cual vio así partir a 14 de sus agentes de mercado. En Nueva York, la Société Générale contrató a una parte del equipo latinoamericano de Oppenheimer & Co. y, entre la docena de financieros que reclutó, algunas estrellas reciben más de un millón de francos anuales. Pero es sobre todo en Londres donde la competencia entre bancos comerciales y el encarecimiento de los salarios son más virulentos. En total, los bonos entregados entre junio de 1995 y junio de 1996 por los 250 bancos principales de la City ascendieron a cerca de 315 millones de libras esterlinas. A manera de ilustración, según los promedios establecidos por Monks Partners, el salario anual (incluidos los bonos) del director de un banco comercial puede fácilmente superar los 2.5 millones de francos para aquellos que están a cargo de los mercados financieros, del *corporate finance* o de los productos derivados, sin hablar de los *traders*, cuyos salarios bonificados rondan los seis millones de francos (véase el cuadro 2).

Como vemos, los regímenes de temporalidad de los mercados financieros están sumamente dominados por el corto plazo y la memoria inmediata. La línea de horizonte de los *traders*, por ejemplo, se limita al cuadrado de los monitores y de otras pantallas de las salas de mercados. Ahí aparecen, segundo a segundo, las alzas y bajas, las promesas de ganancias y pérdidas, un mundo sin demoras ni antípodas, en donde el mañana revoca al ayer y lo lejano se confunde con lo cercano. “¿Cuál es el horizonte temporal que domina actualmente los mercados financieros? Es —responde Frankel— inferior a un día. La mayoría de los *traders* sólo toma una posición durante unas cuantas horas y limita o cierra dicha postura durante la noche o el fin de semana.”³⁵

CUADRO 2
Los salarios más bellos de las finanzas en la City

Cargo	Salario base*	Bono promedio	Salario total*
Director de mercados financieros	1 703 000	51.5%	2 581 000
Director del <i>corporate finance</i>	1 508 000	65.4%	2 495 000
Director de productos derivados	1 457 000	91.2%	2 785 000
Director de la gestión de activos	1 394 000	31.3%	1 830 000
Director del <i>trading</i> obligatorio	1 372 000	39.4%	1 913 000

Salarios anuales promedio de 25% de los mejor pagados, convertidos en francos, a la tasa de 1 = 9.40 FF.
Fuente: Monks Partnership y *L Expansion*, mayo de 1997.

El tiempo de los operadores financieros es el tiempo de un mundo sin memoria, en el que los acontecimientos pasados cuentan menos que los que están por venir. Sólo importan aquellos que se descuentan desde el futuro. Esos operadores son vigías del futuro, pronosticadores, son *forward-looking*. En ese mundo sin memoria predominan las instantáneas de historia, las crónicas en las que nadie detiene su paso. Cada acontecimiento borra al anterior, cada nueva crisis empuja a la anterior al olvido. La visión del mundo de los operadores financieros podría ser la que describe Fernand Braudel en sus escritos sobre la historia: “Me vino el recuerdo, una noche, cerca de Bahía, de haber sido envuelto por un fuego de artificio de lucecillas fosforescentes; sus destellos pálidos estallaban, se apagaban, volvían a brillar, pero no penetraban la noche con una verdadera claridad. Así son los acontecimientos: más allá de su resplandor, la oscuridad permanece invicta.”³⁶

³⁵ Jeffrey Frankel, “Recent Exchange Rate Experience and Proposals for Reform”, *The American Economic Review*, vol. 86, núm. 2, mayo de 1996, pp. 153-157.

³⁶ Fernand Braudel, *Écrits sur l'histoire*, París, Flammarion, 1969.

Lo mismo ocurre con el mundo de las finanzas internacionales: una vez que se consume su fuego, a veces en una fracción de segundo, cuando mucho en unas cuantas horas, la lucecilla se apaga y el interés de los analistas salta hacia otro mercado emergente, hacia otras lucecillas que a su vez se encienden y brillan con un brillo igualmente intenso. Y cuando se vuelve la vista hacia atrás, como fue el caso en octubre de 1997, décimo aniversario del crac de 1987, ello se hace sobre todo para tratar de esquivar la crisis por venir.

LOS MERCADOS FINANCIEROS O LA MEMORIA DEL FUTURO

Las paradojas temporales inherentes al funcionamiento de los mercados financieros podrían ser, por sí mismas, objeto de un estudio profundo. Una de ellas, y no la menos importante, serviría para dar una respuesta inédita a esa pregunta del físico Hawking, quien, en la introducción de uno de sus ensayos, se preguntaba por qué recordamos el pasado y no el futuro.

En muchos sentidos, los mercados financieros, mediante el juego de los pronósticos, se acuerdan del futuro; tienen la capacidad de transformar en actualidad efectiva un futuro hipotético, cuando aplastan los horizontes temporales en el presente inmediato, cuando resuelven en el instante, en tiempo real, los problemas que se supone habrán de nacer en un momento más o menos lejano. Así, lo propio de los mercados financieros es desbaratar los pronósticos lejanos y, de esa manera, deshacer en lo inmediato las sincronizaciones presentes. “Los mercados financieros son el único lugar, señala Frédéric Lordon, donde los pronósticos pueden convertirse en actos, de manera inmediata y radical.”³⁷ Estos se atropellan ahí a un ritmo febril, emergen y desaparecen, empujados por nuevas previsiones. “El mercado es un autismo gigantesco —comenta un analista—, con juegos de opiniones que son como juegos de espejos deformantes, en donde los rumores corren a la velocidad de los humores de un puñado de hacedores de mercados que pierden confianza y después se tambalean.” En ese mundo, la velocidad del olvido es singularmente elevada. “Los actores se enfrentan a una cascada de relaciones, imbricadas las unas en las otras, y cuya reverberación da lugar a un inmenso juego de espejos que los economistas y analistas contribuyen a mantener al divulgar lo que se dice.”³⁸

³⁷ Véase Frédéric Lordon, “Comment parler aux marchés financiers”, *Le Monde*, 17 de junio de 1997; del mismo autor, “Marchés financiers, crédibilité et souveraineté”, *Revue de l’OCE*, núm. 50, julio de 1994, pp. 103-124, citado en *Les quadratures de la politique économique*, París, Albin Michel, 1997.

³⁸ Entrevista, París, 5 de febrero de 1997.

Si no hay una memoria del pasado, sí existe, en cambio, una memoria del futuro, como lo expresa bellamente un economista de un gran banco de inversión parisino. El ejemplo más flagrante es, sin duda, el mercado de emisiones obligatorias a cien años, en donde algunas empresas, como IBM, Coca Cola o Disney, se comprometieron a entregar a los inversionistas intereses sobre los préstamos durante cien años. En otras palabras, estas empresas hacen la apuesta de que, dentro de cien años, ellas seguirán ahí, y los inversionistas la aceptan.

La proyección en el futuro mediante la elaboración de pronósticos no es particular al mundo de las finanzas. Es característica de toda empresa humana. Pero lo que se cuestiona no es tanto la apertura hacia el futuro, sino la capacidad de arrancarse de su pasado. En la economía real, la inercia del aparato productivo imprime una dinámica de ajuste más largo, del orden de diez años. Asimismo, el proyecto político también está confrontado a la pesadez de las estructuras institucionales, a las relojerías constitucionales, y lleva el lastre de las cargas sociales. Así, a diferencia del mercado, el Estado aparece más bien como el maestro de la lentitud, no de la velocidad. El mercado financiero, por el contrario, tiene el poder de transformar en actualidad efectiva un futuro que de improbable se transforma, por la dinámica de los pronósticos, en profecía autorrealizada. A ello se añade una capacidad muy grande de amnesia, dado que cada pronóstico tiene una vida relativamente breve y es irresistiblemente empujado hacia el olvido por la siguiente previsión. Se olvida ya la crisis mexicana para pasar a la preocupación por la de Tailandia, o bien, por la aceleración vertiginosa del Dow Jones, que superó la barrera de los siete mil dólares en febrero de 1997, y más tarde, de los ocho mil, en el mes de julio.

CONCLUSIÓN: INVITACIÓN A LA SOCIOLOGÍA ECONÓMICA

La cercanía del año 2000 aumenta sin duda la coacción del factor tiempo, tanto en economía como en política. En la esfera económica y financiera, es más que nunca sinónimo de dinero. De hecho, un estudio del banco comercial neoyorquino JP Morgan evaluó el potencial de volumen de negocios que representa el paso al año 2000: entre 80 mil y 160 mil millones de dólares.³⁹

³⁹ Véase el estudio de Terrence Tierney y William Rabin, "The Year 2000 Problem", *Equity Research*, JP Morgan Securities, 15 de mayo de 1997. El estudio está disponible en el sitio <http://www.jpmorgan.com>. Algunos sitios de internet están consagrados por entero a este asunto del "grand bug" del milenio. Véase, en particular, <http://www.year2000.com> (sitio estadounidense) y <http://themis-rd.com> (sitio francés).

El análisis temporal de los mercados financieros y de la vida económica ameritarían investigaciones más amplias. Los economistas, en términos generales, dudan en integrar el factor tiempo, aunque los estudios proliferan.⁴⁰ Muchos trabajos, por no citar sino los ejemplos que vinculan lo económico con lo político, se interesan en los arbitrajes intergeneracionales y en las políticas de redistribución que realizan gobiernos cuyo horizonte temporal es relativamente corto, dado que está ligado al ciclo electoral. En particular, las cuestiones presupuestales —la elección del financiamiento por medio de los impuestos, lo que produce una sangría inmediata, o del financiamiento mediante los préstamos, que difiere el peso del recurso a capitales suplementarios— también llaman la atención de los economistas, sobre todo en los Estados Unidos.

Al interesarse en los pronósticos intertemporales de los agentes económicos; en las asimetrías existentes entre el horizonte temporal no acotado del Estado y el de los negocios, limitado por el tiempo de vida; en los problemas de credibilidad de las políticas públicas cuyas soluciones óptimas a corto plazo provocan, en el largo plazo, pérdidas de bienestar (el así llamado problema de inconsistencia temporal), la nueva macroeconomía clásica de los últimos años también se ha esforzado por reintroducir, siguiendo el ejemplo de economistas tales como Lucas, Kydland, Prescott, Sargent y Wallace, una perspectiva dinámica y por inscribir la economía en una perspectiva temporal.

La aproximación socioeconómica a los comportamientos financieros también ofrece valiosas herramientas, en virtud de que el análisis aquí propuesto apela a estudios empíricos más profundos. Disponemos, por ejemplo, de muy pocos estudios empíricos sobre la reconfiguración de los horizontes temporales de los empresarios. Actores clave de la vida internacional y del desarrollo de las economías nacionales, los dirigentes de las grandes empresas transnacionales deben ahora tomar en consideración, para su planeación estratégica, no sólo los azares de la coyuntura mundial, sino también los vencimientos de los representantes de inversionistas institucionales. ¿Qué significa, para la gestión de la empresa, el poder creciente de los institucionales en los consejos de administración? ¿Cuáles son las incidencias de su polarización sobre los resultados y la distribución trimestral de las ganancias? ¿Está empíricamente fundada esa misma hipótesis de la lógica del corto plazo de los fondos de pensión y los *mutual funds*?

⁴⁰ Para una aproximación a la noción de tiempo de los economistas, véanse los trabajos de Alfred Gell, antropólogo de la London School of Economics, *The Anthropology of Time. Cultural Construction of Temporal Maps and Images*, Oxford, Berg, 1992.

En total, los inversionistas institucionales estadounidenses manejan más de diez billones de dólares e invierten —como Calpers, el cual colocó 20% de sus fondos fuera de los Estados Unidos— en otros mercados nacionales, con participación en las empresas locales. Al entrar en el capital de esas empresas, imponen sus criterios de gestión y sus objetivos de rentabilidad financiera a corto plazo. Una de las principales consecuencias de la *corporate governance* es, precisamente, consagrar el acortamiento de los horizontes temporales de las empresas, ahora sujeto al tamiz de un control de gestión que está determinado por la distribución trimestral de las ganancias. De esta manera, la empresa se ve sometida a criterios de tipo cada vez más financiero, en los que el objetivo de rentabilidad a corto plazo de los organismos de administración institucional se convierte en uno de los parámetros esenciales. Hoy en día, ningún país escapa a esta tendencia, tanto en el capitalismo francés, donde vemos el poder cada día mayor de los accionistas extranjeros, como en el resto.⁴¹

La hipótesis de la lógica de corto plazo de los inversionistas que operan en los mercados financieros ameritaría, retomando la afortunada expresión de Albert Hirschman, ser sometida a cierta autosubversión. ¿Puede afirmarse que los mercados tienen esencialmente una lógica de corto plazo, mientras que la de los estados es, en cambio, de largo plazo? La cuestión merece ser explorada. Asimismo, el ejemplo mexicano invita a pensar que la lógica de corto plazo no es exclusiva de los mercados. Al emitir los famosos Tesobonos, como lo demostramos, el Estado mexicano no sólo quiso ganar tiempo, sino que se inscribió de lleno en una táctica dilatoria, a saber, evitar la devaluación y corrección de la trayectoria económica antes del vencimiento de diciembre de 1994. Por otra parte, como lo señaló un operador de un banco de Nueva York, la corrección inmediata y brutal de los mercados contiene, por así decirlo, una “bendición disfrazada”: frena de tajo cualquier nueva veleidad dilatoria, pues los gobiernos se ven obligados a actuar, aquí y ahora. Al sancionar a México o a Tailandia, los mercados financieros ponen fin a los desvíos económicos de los dirigentes, los cuales en ocasiones son ellos mismos presa de la lógica de corto plazo de los vencimientos políticos.

El análisis de la temporalidad de los mercados financieros ameritaría ser ampliado a otros campos de investigación, como por ejemplo a la diná-

⁴¹ En ciertas empresas, como Valeo, Elf Aquitaine, Total, Accor, AGF o Lafarge, la porción de los inversionistas extranjeros en el capital total se sitúa entre 40 y 47%, según los datos recabados por Dealer's Book para *L'Expansion*. Entre los fondos anglosajones más activos se encuentran Franklin Templeton, Commercial Union, Calpers y Fidelity. La totalidad de la encuesta está disponible en el sitio de internet de *L'Expansion*: <http://www.expansion.tm.fr>.

mica del euro, con sus calendarios y sus fechas de vencimiento. Todos los bancos comerciales de Nueva York, París, Londres y Frankfurt pusieron en marcha su cuenta hacia atrás, como JP Morgan, cuyo *calculator*, publicado regularmente por el *Financial Times*, presenta el balance de los pronósticos financieros relativos a la probabilidad de que, de aquí a 2000, los países se unan a la Unión Monetaria. Asimismo, el *Wall Street Journal*, en colaboración con el despacho de consultoría londinense Independent Strategy, publica mensualmente una síntesis de los pronósticos relativos al ingreso en la UEM de los diversos países europeos. Así, los criterios de convergencia y las fechas límite se han convertido en elementos familiares del paisaje y del vocabulario europeo. ¿Cómo los reciben los operadores financieros? En otras palabras, ¿cuál es el régimen cognitivo y el referencial a los cuales los analistas y los *traders* someten la construcción europea? ¿Cómo ajustan los operadores financieros sus pronósticos a los diferentes efectos de divulgación o reescalonamientos del cronograma de la entrada en vigor del euro? ¿Cuáles son las creencias y los referenciales subyacentes en esos pronósticos?

En lo que concierne a los mercados emergentes, el análisis aquí propuesto no hace sino montar un decorado, pero quedan ocultos muchos rostros y rincones. Un análisis más sistemático del mundo de los analistas, de sus marcos de referencia y sus preferencias temporales, de la rotación de los *traders* y de los horizontes temporales de los gerentes de cartera permitiría dar una base sociológica a la hipótesis de la lógica de corto plazo. El seguimiento día a día de una crisis financiera haría posible confrontar o refutar los análisis aquí realizados a partir de una encuesta efectuada después de la crisis. En muchos sentidos, como lo señala el antropólogo Clifford Geertz en sus memorias, el cambio no es como un desfile que puede mirarse mientras avanza por la calle; se parece un poco a la caballería americana, siempre llegando tarde e irremediamente después de los hechos.⁴² Sin embargo, captar en vivo una secuencia de crisis financiera, los pronósticos de los operadores, *traders* y analistas, antes, durante y después, no es del todo imposible. Hoy por hoy, luego del Sudeste Asiático, el cielo nublado que se alza sobre América Latina —ya sea en Brasil o Argentina— parece anunciar las condiciones meteorológicas ideales para tratar de captar ese incesante desfile de hechos que hacen y deshacen nuestras vidas.

Como esperamos haberlo mostrado, la vida de los mercados financieros sólo puede apprehenderse si se presta más atención a los juegos de los actores. Los mercados financieros no son ni el Lejano Oeste de los *golden boy*, sin ley

⁴² Clifford Geertz, *After the Fact. Two Countries, Four Decades, One Anthropologist*, Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1995.

ni orden, ni el reino de una mano invisible, idealmente reguladora. Están gobernados por normas implícitas o explícitas, en las que el número de negocios importa tanto como los juegos de la reputación y de la confianza. Detrás de ellos se ocultan actores, gerentes de fondos de inversión, analistas de bancos comerciales o de fondos de inversión, miríadas de especialistas que constituyen, sin embargo, una verdadera comunidad epistémica, con sus códigos y reglas, con su propia dinámica de oportunidades, y con restricciones y prohibiciones.

Al igual que Geertz, aplicado a examinar los mitos y ritos de las comunidades de Marruecos y de Indonesia, la vida de los mercados financieros invita, en ese sentido, a hacer más antropología.

Traducción de LORENA MURILLO S.