

# Movimientos internacionales de capital y crisis en América Latina

..... HÉCTOR GUILLÉN ROMO\*

A pesar de la tendencia a la globalización financiera sería erróneo considerar al mercado financiero internacional como un espacio con una lógica propia, completamente desconectado de los estados-nación. En la realidad hay una interdependencia de las fuerzas que gobiernan el todo y las que afectan a las partes. Como sostiene Henri Bourguinat, no sería posible estudiar las finanzas internacionales sin considerar la interacción nación-mundo.<sup>1</sup> Con ello en mente en primer término se presenta la balanza de pagos,<sup>2</sup> enseguida los movimientos internacionales de capital y se concluye con el examen de los mercados emergentes y sus riesgos.

## LA BALANZA DE PAGOS

Como se sabe, el saldo de la balanza de cuenta corriente se emplea en ocasiones para explicar el paso de una economía cerrada a otra abierta. En efecto, a partir de la igualdad entre la suma de asignaciones del ingreso nacional ( $C + S + T$ ) y la suma de los diferentes gastos ( $C + I + G$ ) se obtiene :

$$C + Sd + T = C + Id + G \quad [1]$$

donde  $C$  es el consumo,  $Sd$  el ahorro interno,  $T$  los impuestos,  $Id$  la inversión interna y  $G$  el gasto público.

1. Henri Bourguinat, *Finance Internationale*, Presses Universitaires de France. París. 1992, p. 121.

2. En esta parte seguimos, con algunas modificaciones, la presentación de Henri Bourguinat, *op. cit.*, pp.151-152.

\*Profesor del Departamento de Economía y de Gestión de la Universidad de París 8.

Si el ingreso nacional se designa como  $Y$  y el gasto nacional o absorción como  $A$ , se tiene:

$$Y = A \quad [2]$$

En una economía cerrada, el gasto nacional total no puede diferir del ingreso nacional. Se verifica además que sin relación con el exterior se debe obtener un ahorro interno que no puede diferir *ex post* la inversión interna, suponiendo que hay equilibrio presupuestario ( $G = T$ ) :

$$Sd = Id \quad [3]$$

Cuando se quiere pasar a una economía abierta es necesario agregar las exportaciones de bienes e invisibles y sustraer las importaciones de este mismo rubro.

De ahí que la identidad contable en una economía abierta se exprese del siguiente modo :

$$C + Sd + T = C + Id + G + (X - M) \quad [4]$$

Por tanto, al reescribir [4] se obtiene :

$$X - M = (C + Sd + T) - (C + Id + G) \quad [5]$$

$$X - M = Y - A \quad [6]$$

En estas condiciones, habrá un exceso o una insuficiencia de ingreso nacional con relación al gasto nacional según si la balanza corriente sea excedentaria o deficitaria.

$$Y > A \Leftrightarrow X > M \quad [7a]$$

$$Y < A \Leftrightarrow X < M \quad [7b]$$

Al elaborar la hipótesis de equilibrio presupuestario ( $T = G$ ) reescribiendo [5] se obtiene :

$$X - M = Sd - Id \quad [8]$$

De esto se deduce :

$$Sd > Id \Leftrightarrow X > M \Leftrightarrow If > O \quad [9a]$$

$$Sd < Id \Leftrightarrow X < M \Leftrightarrow If < O \quad [9b]$$

con  $If$  inversión en el (o del) extranjero. Según Bourguinat, lo anterior tiene dos consecuencias :

1) Un país sólo puede tener un ingreso superior a su gasto si la balanza corriente es superavitaria (e inversamente). Dicho de otra manera, los países que presentan un excedente corriente son los que producen más de lo que gastan. Por el contrario, los países con déficit corriente gastan más de lo que producen.

2) Un país sólo puede invertir en el extranjero si su gasto es inferior al ingreso nacional. Por el contrario, si gasta más de lo que produce debe pedir prestado al extranjero.

Así, para invertir en el extranjero un país debe generar la base real de su transferencia. Esto lo logra por medio de transacciones corrientes superavitarias.

Adicionalmente, de [4], se obtiene que :

$$(Sd - Id) + (M - X) = G - T \quad [10]$$

lo que quiere decir que :

$$\begin{array}{rcccl} \text{Exceso de ahorro interno} & + & \text{Déficit} & = & \text{Déficit} \\ \text{sobre la inversión} & & \text{corriente} & & \text{presupuestario} \end{array}$$

Igualmente, si se reescribe [10] se llega a la siguiente expresión :

$$(Sd - Id) - (G - T) = X - M = If \quad [11]$$

Se sabe, además, que una balanza de pagos está lógicamente en equilibrio, por lo que si  $KE$  representa las entradas de capital y  $KS$  las salidas de capital es posible enriquecer la expresión anterior incorporándole los movimientos de capital:

$$(Sd - Id) - (G - T) = X - M = If = KS - KE \quad [12]$$

Lo anterior permite precisar ciertas diferencias entre una economía cerrada y una abierta.<sup>3</sup>

En una economía cerrada el ahorro financia la inversión y el déficit presupuestario. En una economía abierta los países con

excedente exportan este ahorro para adquirir títulos extranjeros. Es como si la economía en su conjunto renunciara a un consumo inmediato en aras de uno futuro. De igual modo, en una economía cerrada el déficit presupuestario está restringido por los niveles de ahorro y de inversión. Para un nivel dado de ahorro, el déficit sólo puede aumentar gracias al desplazamiento de al menos una parte de la inversión privada. En una economía abierta, los gobiernos pueden aumentar el déficit presupuestario sin considerar el saldo ahorro-inversión gracias a la importación neta de capitales extranjeros y consecuentemente por la aparición de un déficit corriente.

En pocas palabras, un déficit corriente tiene necesariamente como contrapartida una entrada neta de capitales y un excedente corriente una salida neta de capitales. Así, la cuestión de los movimientos internacionales de capital se torna crucial.

### MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITAL

La circulación de capitales en escala mundial no es un fenómeno nuevo; se remonta a la época del nacimiento del capitalismo hace cinco centurias. En efecto, desde el siglo XVI la extensión del comercio afecta las tendencias de la producción en un espacio cada vez más amplio que no sólo abarca Inglaterra sino también sus colonias y el resto de Europa. A este respecto, Robert Boyer recuerda cómo Fernand Braudel demostró la manera en que, gracias al comercio, el capitalismo comercial logró un nuevo auge cuando fue capaz de articular espacios nacionales marcados por fuertes desigualdades de dotaciones y de precios.<sup>4</sup>

Contrariamente a lo que señalan muchos analistas, que la mundialización es un fenómeno nuevo, en los trabajos de muchos historiadores se ha mostrado que a finales del siglo XIX la movilidad internacional del capital era intensa. Durante los 50 años que precedieron a la primera guerra mundial se presenció una vasta expansión de flujos de capitales que se dirigían del Reino Unido, Holanda y otros países europeos hacia América del Norte, Argentina, Australia y otras regiones en donde se colocaban en los mercados de títulos y de obligaciones. Durante la mayor parte de este período, el Reino Unido tuvo excedentes que representaban entre 8 y 9 por ciento del PNB y que recirculaba gracias a las compras masivas de obligaciones emitidas para financiar la construcción de ferrocarriles, plantaciones y otros proyectos de infraestructura en el extranjero. La salida masiva de capitales privados del Reino Unido y otras economías europeas maduras fue una de las fuerzas más revolucionarias de la economía mundial durante ese período. En efecto, esas inversiones estimularon un crecimiento económico mucho más rápido en América del Norte y del Sur, así como en otras naciones importadoras de capital, que en los viejos países europeos. Así de 1870 a 1913 la economía de Estados Unidos creció a una

3. Jean Marc Siroën, "Flux financiers et balance des paiements", en J.M. Siroën (coord.), *Finances Internationales*, Armand Colin, París, 1993, p. 20.

4. Robert Boyer, "Les mots et les réalités", en *Mondialisation. Au-delà des mythes. Les dossiers de l'État du Monde*, La Découverte, París, 1997, p. 32.

tasa promedio anual de 4.3%; la de Argentina, 6.4%; la de Canadá, 4.1%, y la de Australia, 3.2%. Estas tasas contrastan con el 1.9% promedio anual de la economía británica y el 1.6% anual de la francesa durante el mismo período.<sup>5</sup>

El rápido crecimiento de la producción de estos nuevos países provocó un auge sin precedente del volumen del comercio internacional durante el siglo XIX y principios del XX. Con respecto a la producción, dicho comercio alcanzó 12.9% en 1913, cifra no muy inferior a la de 1993, que fue de 14.3 por ciento.<sup>6</sup>

Es evidente que la mundialización comercial y financiera se vio favorecida por los progresos tecnológicos que permitieron reducir el costo de las transferencias comerciales y de capitales hacia fines del siglo XIX. Así, la introducción de los buques de vapor y los ferrocarriles disminuyó considerablemente el costo de los fletes a largas distancias. El desarrollo de las telecomunicaciones abatió en forma notable el costo de los intercambios de títulos entre los centros financieros y estimuló el rápido crecimiento de las inversiones extranjeras. En 1851, por ejemplo, se instaló la primera línea de telégrafo entre Londres y el continente europeo, lo que permitió que hacia finales del siglo XIX se intercambiaran millones de telegramas. De la misma manera, por medio del telégrafo Europa se vinculó en 1866 con Nueva York, en 1872 con Melbourne y en 1874 con Buenos Aires.

La primera guerra mundial, la crisis de los años treinta y el segundo gran conflicto bélico afectaron el proceso de integración económica mundial que se vivió a fines del siglo XIX y principios del XX. El orden mundial que emergió después de 1945 fue netamente menos liberal que el que prevalecía antes de la primera guerra. En particular, las restricciones a la exportación de capitales en los países industrializados eran superiores a las que existían antes de 1914. No obstante, tomando en cuenta la debilidad del ahorro interno (Sd) en los países en desarrollo de América Latina, éstos recurrieron al financiamiento externo desde finales de la segunda guerra mundial. Al concluir ésta, la ayuda pública, sobre todo bilateral, desempeñó un papel de primera importancia en el financiamiento de los países latinoamericanos en un entorno marcado por la guerra fría.

En materia bilateral la contribución más importante provino de Estados Unidos que practicó una política tendiente a alejar a los países en desarrollo de la influencia comunista. En materia multilateral, destaca el papel del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional (FMI). Esta ayuda pública se complementó con la inversión extranjera directa que llegó a las naciones en desarrollo para explotar los recursos naturales y la industria en algunos países latinoamericanos que, como Brasil y México, habían logrado avances importantes en su industrialización mediante la sustitución de importaciones.

A principios de los años setenta la ayuda pública se estancó. En los países de América Latina el ahorro interno siguió siendo

bajo y las necesidades de capital crecientes. Varios países de la región manifestaron su hostilidad a las empresas transnacionales, a las que acusaban de atentar contra su independencia. En estas condiciones, los préstamos bancarios se desarrollaron en el marco de la transformación de las relaciones financieras internacionales.

En el régimen del patrón dólar de Bretton Woods, el déficit de la balanza de pagos estadounidense constituía la única fuente de liquidez internacional para el resto del mundo. En efecto, los dólares que circulaban en la economía mundial provenían de los gastos realizados en el extranjero por los residentes en Estados Unidos. Tal y como funcionaba al principio se trataba de un sistema muy rígido, ya que no existía vínculo de causalidad directa entre la creación de liquidez y los requerimientos de la economía mundial. Para satisfacer la necesidad de dólares que se volvía imperiosa con el rápido desarrollo de los intercambios internacionales, el sistema bancario internacional se puso a crear de forma masiva medios de pago en dólares otorgando préstamos en esta moneda sin ningún control por parte de las autoridades monetarias estadounidenses. Se asiste así al desarrollo del mercado de los eurodólares gracias al sistema de eurobancos situados esencialmente en la City de Londres. Dicho mercado permitió financiar sin límites, por medio del crédito, el endeudamiento de los países deficitarios, lo que representó una de las más importantes innovaciones financieras de la segunda mitad del siglo XX.

Como es bien conocido, el choque petrolero de noviembre de 1973 representó grandes superávits en la cuenta corriente de los países productores de petróleo y fuertes déficits para países tanto desarrollados (incluyendo Estados Unidos) como en desarrollo no productores de petróleo. Los países de la OPEP depositaron sus ganancias en el mercado financiero europeo en tanto que las naciones en desarrollo importadoras de petróleo contrataban préstamos. Así, el mercado financiero europeo recirculó los excedentes de capital de los países productores a los consumidores. El entorno internacional favoreció esta orientación: las tasas de rentabilidad económica y de inversión bajaban en los países desarrollados y los institutos centrales y los gobiernos de las grandes potencias alentaron a los bancos para aumentar sus créditos y alejar así la amenaza de recesión.

Frente a esta oferta de crédito de los países industrializados se presenció una fuerte demanda de capitales de las economías en desarrollo con déficit presupuestario o de cuenta corriente de la balanza de pagos. Más específicamente, algunos países en desarrollo creyeron en la continuación del alza del precio de las materias primas que se produjo en 1974-1975 y utilizaron el financiamiento externo para especializarse más. Otros países continuaron su proceso de industrialización, en el cual participaron en grados diversos las empresas transnacionales. Como la demanda de capitales era de largo plazo, los bancos transformaron los depósitos a corto plazo con la práctica del refinanciamiento. Para protegerse impusieron tasas de interés variables fijadas por referencia a la Libor, a la cual se agregaba un margen para cubrir el riesgo de no reembolso cuyo monto era específico para cada país.

5. David D. Hale, "Les marchés émergents et la transformation de l'économie mondiale", *Revue d'Économie Financière*, núm. 30, París, otoño de 1994, pp. 12-13.

6. Robert Boyer, *op. cit.*, p. 33.

Con tasas de interés muy bajas o incluso negativas, en los años sesenta los países en desarrollo recibieron una transferencia neta de recursos considerable, gracias al endeudamiento. La movilidad y la sustituibilidad de capitales permitieron a varias economías nacionales en desarrollo superar tres tipos de restricciones: la externa (las importaciones se determinan independientemente de las exportaciones), la presupuestaria (los gastos públicos pueden fijarse independientemente de los ingresos públicos) y la restricción de equilibrio ahorro-inversión (la inversión se determina independientemente del ahorro). Así, el regreso a una fuerte movilidad y sustituibilidad de capital en los sesenta permitió que la parte "baja" de la balanza de pagos se ajustara a los otros saldos.

El incremento de la deuda durante un cierto tiempo se consideró razonable ya que estuvo acompañado del crecimiento de las economías endeudadas. No obstante, el "riesgo país" existe y puede ser múltiple: puede tratarse de un riesgo de iliquidez,<sup>7</sup> de un riesgo de repudio o de un riesgo de insolvencia. De los tres, el de insolvencia es el que se considera como más grave. A este respecto, se han propuesto varios indicadores para calcularlo.<sup>8</sup>

Supóngase que los movimientos de capital de un país se limitan a los flujos de endeudamiento o de desendeudamiento de naturaleza pública o bancaria. La deuda de un país aumenta si su saldo corriente (sin considerar los intereses de la deuda) es inferior al servicio de la deuda que comprende tanto el pago de intereses como el reembolso del capital amortizado. En el caso contrario, el país se desendeuda. Sea :

$$\Delta D = D (r + t) - (X - M)$$

donde  $D$  representa el monto de la deuda,  $r$  la tasa de interés y  $t$  la tasa de amortización de la deuda.

La magnitud  $[D (r + t)]$  representa el servicio de la deuda y constituye la componente inducida por la deuda preexistente de la deuda nueva. El saldo corriente  $(X - M)$  representa la componente autónoma del endeudamiento resultado de la persistencia de desequilibrios externos.

Se considera que un país es insolvente si sus ingresos futuros de divisas son insuficientes para asegurar el servicio de la deuda, ya que en ese caso se verá obligado a aumentar el endeudamiento de manera permanente.

Desde los años cincuenta varios autores se interesaron por la cuestión de la deuda soportable y demostraron que un país sólo puede financiar un déficit de su cuenta corriente de la balanza de pagos si se respetan ciertas reglas.<sup>9</sup>

7. El riesgo de iliquidez existe cuando los vencimientos de la carga de la deuda se concentran en un período muy corto.

8. Jean Marc Siroën, "L'endettement des nations et le risque pays", en J.M. Siroën (coord.), *Finances Internationales*, Armand Colin, París, 1993.

9. E. Domar, "The Effects of Foreign Investment on the Balance of Payments", *American Economic Review*, diciembre de 1930, y D. Avramovitz, *Debt Service Capacity and Postwar Growth in International Indebtness*, John Hopkins, Baltimore, 1958.

Si llamamos  $k$  a la proporción que representa la deuda en el PIB y denotamos este último como  $Y$ , podemos escribir que

$$k = \frac{D}{Y}$$

Como  $D = kY$  podemos establecer sin dificultad que :

$$\frac{\Delta D}{D} = r + t - \frac{(X - M)}{kY} = \frac{\Delta Y}{Y}$$

Si la cuenta corriente está en equilibrio ( $X - M = 0$ ) y si como resultado de un acuerdo de restructuración de deuda su servicio se limita a la tasa de interés ( $t = 0$ ), basta con que la tasa de crecimiento del PIB en valor sea igual a la tasa de interés de la deuda para que la razón de endeudamiento sea estable. Si el endeudamiento favorece una tasa de crecimiento superior a la del interés la razón disminuye. En este caso el endeudamiento ejerce un efecto de palanca.

Igualmente, la proporción de la deuda en las exportaciones ( $D/X = m$ ) se mantiene si la tasa de crecimiento de la deuda es igual a la tasa de crecimiento de las exportaciones.

Como  $D = mX$  se puede afirmar que :

$$\frac{\Delta D}{D} = r + t - \left(1 - \frac{M}{X}\right) \frac{1}{m} = \frac{\Delta X}{X}$$

Si la cuenta corriente se encuentra en equilibrio ( $X = M$ ) y por lo tanto  $M/X = 1$  y la tasa de amortización  $T$  es nula, basta con que la tasa de crecimiento de las exportaciones sea igual a la tasa de interés  $r$  para que este indicador de la deuda, denominado indicador de Simonsen, permanezca estable. Dicho de otra manera, un país será solvente si la tasa de crecimiento en valor de sus exportaciones supera a la tasa de interés de su deuda exterior.

Como correctamente lo establece Jean-Marc Siroën estas dos condiciones deben converger para que el aumento absoluto del monto de la deuda sea compatible con la estabilidad de los indicadores de endeudamiento.<sup>10</sup> Dichas condiciones no implican la aparición sistemática de un excedente en cuenta corriente.

Por otro lado, gracias al análisis anterior se vuelve evidente que es posible intervenir en las condiciones de la deuda y en las razones de endeudamiento sin afectar el monto de la deuda.

La estabilidad de las tasas de endeudamiento se puede alcanzar más fácilmente si por un lado las tasas de interés y de amortización son bajas y además el saldo de la cuenta corriente se aproxima al equilibrio (con más razón si hay un excedente). Por otro lado, la estabilidad se asegurará mejor si las tasas de crecimiento de la producción y de las exportaciones son elevadas.

En estas condiciones es difícil afirmar que un país ha pasado el umbral del sobreendeudamiento. No hay que olvidar que la deuda es por naturaleza especulativa ya que descansa en previsiones de los precios de las materias primas, la evolución de la coyuntura internacional, las tasas de interés, la inflación

10. Jean Marc Siroën, *op. cit.*, pp. 208-209.

mundial, etc. Así, un endeudamiento que permitiera un fuerte crecimiento de la producción y de las exportaciones respecto a la tasa de interés puede ejercer un poderoso efecto de palanca en favor del crecimiento.

De hecho el sobreendeudamiento se comprueba *ex post* cuando un país, como resultado de una crisis de solvencia, no puede asegurar el servicio de su deuda, como le sucedió a México en 1982.<sup>11</sup> El sobreendeudamiento de las economías de América Latina puede explicarse por causas internas y externas. Entre las primeras a menudo se menciona que los países latinoamericanos no fueron capaces de controlar su saldo corriente y los factores internos que lo determinaron: déficit presupuestarios, bajas tasas de ahorro, gasto demasiado elevado y un crecimiento orientado de modo insuficiente hacia las exportaciones. A esto se aúna que en ocasiones las inversiones realizadas gracias a los fondos externos no fueron las más adecuadas. La sobredimensión y su ubicación en sectores sensibles a la coyuntura internacional a menudo agravaron la capacidad productiva mundial. En muchos casos, las inversiones se escogían en función de los precios comprobados, sin tomar en cuenta su volatilidad.

Además, como una parte importante de los fondos prestados se reexportó, los bancos occidentales se encontraron en una situación de acreedores de los países en desarrollo y a la vez de deudores de algunos residentes de esos mismos países. A este respecto, Kindleberger señala que en México entre 1979 y 1982 una buena parte de los empréstitos se destinó a financiar la exportación de capitales hacia Estados Unidos, con lo cual surgió una nueva forma de intermediación internacional o de circulación. En efecto, "los bancos estadounidenses prestan a México y los capitalistas mexicanos prestan a Estados Unidos constituyendo depósitos en dólares en los bancos de este país. Si la fuga de capitales se invierte en bonos u obligaciones del Tesoro estadounidense, es algo así como si los bancos estadounidenses prestaran al Tesoro por intermedio de la Ciudad de México".<sup>12</sup>

Por último, entre los factores internos se señalan a menudo los efectos macroeconómicos que se subestimaron. En particular se hace referencia a que la deuda equivale a una importación de moneda extranjera, lo cual favorece la sobrelíquidez de la economía y con ello reaviva las tensiones inflacionarias. Como éstas no se corrigen con una devaluación de la moneda nacional se presenta una sobrevaluación del tipo de cambio que favorece las importaciones, desalienta las exportaciones y agrava la situación de la cuenta corriente.

Entre las causas externas que explican el sobreendeudamiento cabe destacar el alza espectacular de las tasas de interés a fines de los setenta como resultado de que el Sistema de la Reserva Federal adoptó una política monetaria muy restrictiva. Las tasas de interés, hasta entonces negativas, se volvieron fuertemente positivas. Ahora bien, una gran parte de la deuda se había con-

tratado a corto plazo y a tasa variable, por lo que esa alza histórica repercutió inmediatamente en su monto.

El viraje de la política monetaria asociado al segundo choque petrolero precipitó al mundo hacia una nueva recesión. En 1982 la tasa de crecimiento del comercio internacional se tornó negativa y los países latinoamericanos sufrieron las consecuencias de la recesión y de su incapacidad para encontrar los mercados externos que les permitieran evitar la degradación de sus coeficientes de endeudamiento.

En 1982, México declara su imposibilidad de asegurar el servicio de su deuda. Rápidamente otros países hacen lo mismo y los bancos pierden la confianza, suspenden sus préstamos e intentan liberarse de sus compromisos en las naciones endeudadas de América Latina, lo cual no sólo agravó la crisis de pagos en varios países, sino que desencadenó otras.

Los organismos multilaterales como el FMI y los gobiernos de los países desarrollados trataron de evitar la crisis financiera general. Se emprende entonces una estrategia para reestructurar la deuda: rescalonarla (diferir sus vencimientos) y refinanciarla (otorgar nuevos préstamos para asegurar su servicio). Junto con la reestructuración se pusieron en marcha políticas de estabilización cuyo objetivo central era recuperar el equilibrio de la balanza comercial o incluso el logro de excedentes. Aunque se alcanzó este último objetivo, los resultados en materia de crecimiento, empleo y nivel de vida fueron muy negativos.

Como resultado de la reducción de los préstamos bancarios privados espontáneos y del aumento de la carga del servicio de la deuda, las transferencias netas se volvieron negativas para los países en desarrollo. Este cambio en la orientación de los flujos, que ahora se movían del Sur hacia el Norte, ilustra de manera elocuente cuán grave era la situación para las naciones endeudadas. Cada vez se tenía mayor conciencia de que el problema de esas naciones no era de iliquidez como se pensó al principio, sino de insolvencia, por lo que se hacía preciso explorar nuevas vías para superarlo.

Entre estas vías destacó el Plan Baker que ponía el acento en el ajuste estructural y en la búsqueda del crecimiento. Como se consideró que este último estaba fundamentalmente vinculado a los mecanismos del mercado, el ajuste estructural debía conducir a su restablecimiento y a la liberalización de las economías.

Se trataba de reducir la talla del sector público y conservar las políticas de estabilización, pero situándolas en una perspectiva de largo plazo, recurriendo en mayor medida a mecanismos tales como la flexibilidad del trabajo. Para favorecer el crecimiento, las economías debían abrirse al exterior, como lo hicieron las del Sudeste Asiático.

En las instituciones internacionales y los gobiernos la iniciativa de Baker tuvo un éxito relativo. Los recursos del FMI aumentaron y el Club de París negoció reestructuraciones cada vez más largas. Por el contrario, los bancos privados colaboraron poco, ya que estaban cada vez más conscientes de que la condicionalidad del Fondo no representaba una verdadera solución. A falta de la colaboración de los bancos acreedores el Plan Baker fracasó y el crecimiento continuó ausente en los 15 países más endeudados (diez latinoamericanos) considerados en el Plan.

11. Héctor Guillén Romo, *Orígenes de la crisis en México, 1940-1982*, Ediciones Era, México 1984, y *El sexenio de crecimiento cero, México, 1982-1988*, México, 1990.

12. Charles P. Kindleberger, *Les mouvements internationaux de capitaux*, Dunod, París, 1990, p. 67.

En la segunda mitad de los ochenta los temores de los bancos aumentaron. Cada vez más se colocaron frente a la siguiente disyuntiva: a) refinanciar a los deudores para que sus reembolsos se realizaran de manera progresiva en tanto se presentaba una mejoría en la situación de los países en desarrollo, o b) disminuir su dependencia a base de buscar otras estrategias mediante el empleo de los mecanismos del mercado. A partir de 1987 los bancos tomaron esta dirección con el acuerdo de los países deudores.

Para disminuir los riesgos y la carga de la deuda los bancos tenían varias posibilidades:

1) Crear *provisiones* sobre préstamos dudosos. A este respecto, hay que señalar que los bancos suizos, suecos y alemanes fueron los primeros en poner en práctica esa medida y en mayo de 1987 el Citicorp fue el pionero en Estados Unidos. Una vez que los gobiernos otorgaron la deducción fiscal sobre las provisiones, la carga de la deuda (que puede ser privada) se socializó, transfiriéndola a los contribuyentes.

2) Los bancos deseosos de aumentar la liquidez de su cartera de préstamos pudieron crear un *mercado secundario* de la deuda soberana, el cual surge en 1982 y se activa hasta 1984. En él los bancos vendían con descuento la deuda soberana que no deseaban negociar con los deudores a fin de no aumentar sus créditos. Este mercado lo alimentaban sobre todo los bancos que habían provisionado fuertemente su cartera dudosa y que buscaban deshacerse de ella. Aunque los volúmenes intercambiados en dicho mercado tuvieron un cierto aumento sólo fue relativamente líquido para algunos países (Argentina, México, Venezuela y Brasil) que realizaron la mayor parte de las transacciones a precios que tendieron a la baja hasta 1989 pero que después se recuperaron. Entre los compradores que actúan en dicho mercado destacan los especuladores que buscan instrumentos financieros baratos pero potencialmente muy rentables y las empresas o bancos que desean establecerse en el país deudor.

3) Los gobiernos de los países en desarrollo aceptaron en algunos casos *transformar una parte de la deuda en activos nacionales* que por lo general pertenecían al Estado. Tales operaciones se realizaron en algunos casos con México, Brasil y Chile. Con este último se recurrió mucho a este mecanismo, a tal grado que de 1985 a 1989 más de un tercio de la deuda se redujo de esa manera. Sin embargo, no hay que perder de vista que en los hechos dicha operación equivale a que el banco central del país pague un subsidio al inversionista, lo que puede plantear varios problemas, como un exceso de creación monetaria; la repatriación de beneficios que puede desequilibrar la cuenta corriente de la balanza de pagos y la incitación por parte de los gobiernos de los países en desarrollo a rematar activos nacionales esenciales.

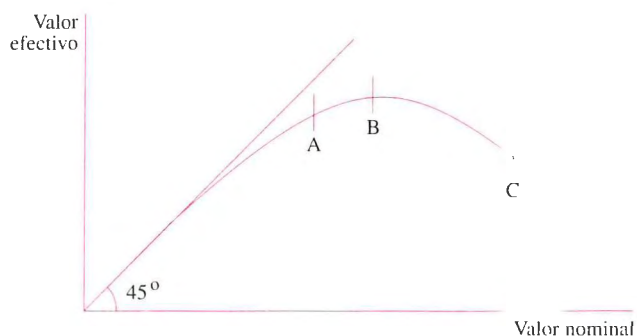
4) En algunos casos los bancos cambiaron títulos de deuda contra instrumentos de más fácil circulación. En este caso un título de deuda con o sin descuento puede intercambiarse por una obligación (título financiero) a largo plazo, a una tasa de interés fija y baja. De esta manera el país deudor puede estabilizar o escalar su deuda en el tiempo. Este tipo de operación la efectuó México a inicios de 1988 y después Brasil, cuyo gobierno se propuso intercambiar con descuento una parte de su deuda contra títulos garantizados con bonos del Tesoro estadounidense.

5) Finalmente, en algunos casos aislados se permitió a los gobiernos comprar su propia deuda. Esto aconteció con Bolivia que pudo adquirir 40% de la suya, con un descuento de 90%, gracias a una importante ayuda externa. Igualmente, Chile utilizó sus reservas cambiarias para comprar 10% de su débito.

Es en realidad a partir de 1988 cuando los organismos internacionales y los gobiernos modifican su enfoque de los problemas de la deuda de los países más pobres y de los más endeudados. La toma de conciencia de que varios países se encontraban imposibilitados para rembolsar la deuda fue reforzada por los enfoques relativos a la carga "virtual" de la deuda. En efecto, a finales de los años ochenta varios autores, entre los cuales destaca Paul Krugman, comenzaron a mencionar la existencia de aquélla.<sup>13</sup> Si el servicio de la deuda, que representa una extracción sobre el ingreso nacional, aumenta significativamente, los ciudadanos de los países preferirán no aumentar su ingreso para no perder una parte de las ganancias. Esta idea aplicada al monto de la deuda puede expresarse diciendo que en la medida en que los acreedores extranjeros consideran que su monto es razonable, estarán dispuestos a acordar nuevos préstamos y, por lo tanto, los deudores podrán asegurar su servicio. Pero cuando los acreedores comienzan a juzgar que el endeudamiento es muy fuerte, se mostrarán renuentes a prestar. Por su parte, los ahorradores nacionales tendrán interés en proteger sus capitales ante el temor de una posible devaluación o de un aumento de la carga impositiva.

Lo anterior puede ilustrarse mediante una especie de curva de Laffer de la deuda que vincula el valor efectivo total de la deuda (precio de mercado) con su valor nominal total. La idea central es que pasado un cierto umbral, el sobreendeudamiento pesa sobre la solvencia y cualquier aumento de la deuda provoca la disminución de su valor efectivo.<sup>14</sup>

#### CURVA DE LAFER APLICADA A LA DEUDA



13. Paul Krugman, "Market-based Debt-reduction Schemes", en J. Frenkel (ed.), *Analytical Issues in Debt*, FMI, Washington, 1989.

14. Francisco L. Rivera-Batiz y Luis A. Rivera-Batiz, *International Finance and Open Economy Macroeconomics*, MacMillan, Nueva York, 1994, pp. 322-323.

Según la gráfica, para un país deudor que se encuentra, por ejemplo, entre A y B, una disminución de la deuda provoca una caída despreciable de su valor efectivo (pago esperado de la deuda). Si se encuentra en C, una disminución le permitiría alcanzar B, con lo que incluso aumenta su valor efectivo. En este caso, los acreedores ganan de manera conjunta si anulan parcialmente la deuda, más aún cuando ya existe la provisión.

Supóngase que la deuda con problemas es de 300 000 millones de dólares y que se cotiza a un tercio de su valor, es decir, en 100 000 millones de dólares. Si una anulación de 150 000 millones permite regresar al descuento de un tercio, el valor efectivo de la deuda sigue siendo de 100 000 millones. Esto significa que permanece sin cambio, a pesar de la anulación. En estas condiciones, resulta interesante proceder a una reducción de la deuda ya que “menos se vuelve más”.

Por desgracia, como señala Jean Marc Siroën, ese enfoque adolece de serias limitantes.<sup>15</sup> Aunque realizado en términos de valor de mercado, no considera los ingresos del pago de intereses. Además, si el interés colectivo de los bancos puede ser el de anular una parte de la deuda, su interés individual lo llevará a esperar que se aprecie el valor efectivo de los títulos de deuda en su poder. Este comportamiento de *free riding* puede justificar una intervención pública que obligue a todos los acreedores a cooperar.

La intervención del secretario del Tesoro de Estados Unidos, Nicholas Brady, indujo a encaminarse por la vía de la *reducción de la deuda*. En marzo de 1989 consideró que la deuda era muy elevada, que obstruía los esfuerzos de los países para mejorar su situación y que por ello había que reducirla. Así, propuso que los mecanismos utilizados por los bancos se retomasen de manera sistemática. Paralelamente, Brady alentó a las organizaciones financieras internacionales para que otorgaran fondos a los gobiernos de los países que llevaran a cabo políticas de ajuste, en la perspectiva de comprar una parte de su deuda con descuento.

Un primer acuerdo conforme a lo propuesto por Brady se negoció a finales de 1989 entre México y 500 bancos acreedores por un monto de 49 000 millones de dólares. Los bancos tuvieron la oportunidad de escoger entre tres opciones: 1) conversión de la deuda en obligaciones a 30 años con una tasa de interés fijada con referencia al mercado y un descuento de 35%; 2) conversión de la deuda principalmente a tasa variable en títulos a una tasa fija reducida (6.5%), pero sin descuento, y 3) aportación de dinero fresco en la forma de préstamos bancarios a 15 años, a la tasa del mercado, por un monto correspondiente a un cuarto de los compromisos adquiridos a mediano y largo plazos.

En el caso de las dos primeras opciones, el principal se garantiza con obligaciones de cupón cero emitidas por el Tesoro estadounidense en la misma divisa que la deuda.

Al término de las negociaciones en febrero de 1990, México firmó el primer acuerdo Brady con el Club de Londres, en el cual 49% de los bancos eligió la segunda opción, 41% la primera y sólo 10% la tercera. Posteriormente, de 1990 a 1994, siete países negociaron acuerdos semejantes: Venezuela, Nigeria,

15. Jean Marc Siroën, *op. cit.*, p. 222.

Filipinas, Brasil, Argentina, Costa Rica y Polonia. Así, gracias entre otros mecanismos al Plan Brady, la situación de la mayoría de los países latinoamericanos mejoró significativamente a principios de los noventa, regresaron a los mercados internacionales de capitales y las transferencias de capital cambiaron de negativas a positivas.<sup>16</sup> Varias economías de la región pasaron a formar parte del selecto grupo de países emergentes.<sup>17</sup>

## LOS MERCADOS EMERGENTES DE AMÉRICA LATINA

El desarrollo de las bolsas de valores emergentes es uno de los hechos más significativos que han marcado la evolución financiera mundial de fines de los ochenta y principios de los noventa. Durante mucho tiempo el desarrollo de los mercados financieros locales en América Latina fue frenado por varias razones. Por un lado, los procesos inflacionarios, y en algunos casos hiperinflacionarios, obligaron a una parte de los ahorradores a trasladar sus capitales al extranjero o a colocarlos en bienes reales en el país o a adquirir propiedades en el exterior. Por otro lado, el sistema financiero basado en el crédito por medio de las instituciones nacionales o internacionales de préstamo volvía irrelevantes las bolsas de valores que se contentaban con cumplir un papel marginal en la región.

Hacia mediados de los ochenta la combinación de varios elementos creó un entorno más favorable para el desarrollo de las finanzas directas. La suspensión de los préstamos bancarios voluntarios después de 1982 originó una grave crisis económica en América Latina que contribuyó a la severidad del desplome que se produjo en muchos otros países en ese mismo período. Aunque no hubo acciones inmediatas para promover las inversiones en la bolsa como fuente alternativa de capitales, la crisis de la deuda sentó las bases para la puesta en marcha de las reformas económicas liberales que culminaron a finales de los ochenta con el renacimiento de los mercados bursátiles de América Latina.

En efecto, la característica principal del nuevo modelo económico en la región es su orientación al exterior mediante el comercio y la liberalización de la cuenta de capital. Como señala la Stephany Griffith-Jones, “la apertura de la cuenta de capital, acompañada —o, a menudo, precedida— por la liberalización del mercado interno de capitales crea los requisitos necesarios

16. Stephany Griffith-Jones y Barbara Stallings, “Nuevas tendencias financieras globales: implicaciones para el desarrollo”, *Pensamiento Iberoamericano*, núm. 27, Madrid, enero-junio de 1995.

17. Entendemos por países emergentes única y sencillamente a los dotados de lo que en el terreno de las finanzas se conoce como mercados financieros emergentes. Se trata de mercados accesibles que emprendieron recientemente un proceso de crecimiento y de modernización que los vuelve interesantes para los inversionistas. De la lista de 29 países calificados como emergentes por la Corporación Financiera Internacional, siete son latinoamericanos: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. David Grimbert, Pierre Mordacq y Emmanuel Tchameni, *Les marchés émergents*, Economica, París, 1995, p. 8.

para recibir del exterior grandes afluentes de capital".<sup>18</sup> Esas grandes entradas de capital extranjero fueron fundamentales en el desarrollo de los mercados bursátiles.

La expansión reciente de los mercados de bonos y acciones se explica por otros factores, como el descenso de la inflación, la desregulación financiera interna, las innovaciones tecnológicas y financieras, la privatización y las reformas al seguro social.

Otro factor que promovió el auge bursátil en los países latinoamericanos fue la importante liberalización de los mercados financieros de los países industrializados. Iniciado en Estados Unidos, ese movimiento se propagó a Europa en la segunda mitad de los ochenta. El Reino Unido, Francia e Italia fueron particularmente afectados por la ola liberalizadora. Alemania permaneció un tanto al margen debido al papel limitado que desempeña el mercado financiero en el financiamiento de las empresas.

Por lo que toca a Japón, la transformación se operó por el efecto de una doble restricción: por un lado Estados Unidos que desde 1984 ha insistido en que los japoneses liberen sus mercados financieros y, por otro, la necesidad de recircular los enormes excedentes generados por la cuenta corriente de la balanza de pagos.

De alguna manera, el despegue de los mercados bursátiles latinoamericanos, como el de otros países denominados emergentes, es consecuencia natural de la expansión mundial de los mercados financieros. Tal despegue no hubiera sido posible sin las reformas liberales operadas en los países latinoamericanos, pero el hecho de que los dos sucesos hayan coincidido aceleró considerablemente el auge bursátil.

Algunas cifras ilustran el auge que no sólo afectó a las bolsas latinoamericanas sino a las de todos los países emergentes.<sup>19</sup> En efecto, su capitalización pasó de 146 000 millones de dólares en 1984 a más de 1.6 billones a finales de 1994. La participación de los mercados bursátiles emergentes en la capitalización mundial pasó de 4 a 13 por ciento en el mismo período. Los volúmenes de transacciones aumentaron aún más rápidamente, al multiplicarse por 30 de 1984 a 1994. Como testimonio de este rápido crecimiento se puede señalar que los mercados accionarios de países emergentes como Corea, Malasia, México y Tailandia, se cuentan hoy entre los 15 más grandes del mundo.

Desde 1990 el desarrollo de los mercados emergentes registró buenos resultados. Su rentabilidad, comparada con la de los países desarrollados, constituye un testimonio de ello. En efecto, en el período diciembre de 1990-diciembre de 1994 el índice compuesto de los mercados emergentes (IFCI) muestra una tasa de rentabilidad promedio anual en dólares de 24.39%, a pesar de que el índice sufrió una caída de 14% en 1994. En el mismo lapso el índice estadounidense *Sand P500* y el índice MSCI EAFE

18. Stephany Griffith-Jones, "Las afluentes de capital internacional en la América Latina", en Víctor Bulmer-Thomas (comp.), *El nuevo modelo económico en América Latina*, Fondo de Cultura Económica, México, 1997, p. 157.

19. David Grimbirt, Pierre Mordacq y Emmanuel Tchameni, *op. cit.*, pp. 7-11.

para Europa, Australia y el Extremo Oriente ofrecieron, respectivamente, tasas de rentabilidad promedio de 11.50 y 10.02 por ciento. Aunque los mercados emergentes son muy volátiles,<sup>20</sup> al estar poco o incluso negativamente correlacionados con los mercados desarrollados,<sup>21</sup> procuran significativas ganancias de diversificación a los inversionistas internacionales.

Así, tras haberse ausentado de los mercados financieros internacionales durante los ochenta, los capitales privados retornaron a los países en desarrollo desde hace algunos años. Varios hechos avalan esta situación:<sup>22</sup>

1) En 1996 el flujo neto de capital privado a los países en desarrollo superó los 240 000 millones de dólares, seis veces más que al principio de la década y casi cuatro veces más que la cima alcanzada durante el auge de los préstamos de los bancos comerciales de 1978 a 1982.

2) Los flujos de capital privado son cinco veces superiores a los oficiales. Esto es notable ya que hace sólo algunos años los países subdesarrollados recibían montos mayores de los segundos que de los primeros.

3) El capital privado se orienta cada vez más hacia los países en desarrollo. Éstos captaron 40% del flujo de inversión extranjera directa en 1996, lo cual representa un gran avance con respecto al 15% en 1990. En el caso de la inversión en cartera los flujos representan casi 30%, cuando a principios de la década era de menos de 2 por ciento.

4) La importancia de los flujos de capital privado se ha incrementado marcadamente en los países en desarrollo al pasar de 4.1% de la inversión interna en 1990 a casi 20% en 1996.

5) Se ha ampliado de manera importante la composición de los flujos de capital privado. Mientras que los préstamos tradicionales de la banca representaban más de 65% de todos los flujos privados de 1980 a 1982, la inversión extranjera directa se convirtió en el componente más importante de los flujos de capital privado en 1995 y 1996. Por otra parte, los flujos de cartera —tanto bonos como acciones— tras partir de un nivel

20. Las bolsas emergentes están sometidas a fuertes fluctuaciones. Por la dimensión restringida y poca liquidez de los mercados emergentes, los movimientos de fondos, aunque sean relativamente reducidos, pueden provocar una fuerte inestabilidad de los cursos tanto a la baja como al alza. La fuerte variabilidad que se observa en los cursos se explica también por la sensibilidad de las economías de estos países exógenos. En efecto, estos mercados pueden ser muy sensibles a factores externos que constituyen fuentes de riesgo, como el precio de las materias primas o los choques petroleros. Otro factor que coadyuva a una más fuerte volatilidad es la inestabilidad política y social, mayor que la del mundo desarrollado.

21. La débil correlación entre los resultados de los mercados emergentes y los mercados desarrollados se explica por la, a pesar de todo, aún débil integración del mercado mundial de capitales. En la medida en que los mercados se vayan integrando a la economía mundial, los mercados emergentes comprobarán que no sólo su correlación entre ellos aumentará sino también con respecto a los países desarrollados.

22. Banco Mundial, *Private Capital Flows to Developing Countries. The Road to Financial Integration*, Oxford University Press, 1997, capítulo I.



muy bajo en 1989, llegan a representar más de un tercio de los flujos totales de capital privado en 1995 y 1996.

6) Los flujos de capital privado han cambiado, por el lado del receptor, de los gobiernos al sector privado. Los préstamos al sector público representan menos de una quinta parte de los flujos totales de capital privado. La mayor parte de estos flujos a las economías en desarrollo transita por los circuitos de mercado.

7) Los inversionistas institucionales han mostrado un interés creciente por los mercados emergentes, en particular por los fondos mutuos. Así, por ejemplo, de 1990 a 1994 más de 30% de la nueva inversión internacional de los fondos mutualistas de Estados Unidos se dirigió hacia esos mercados. Los fondos de jubilación también han mostrado interés y han invertido por medio de los fondos mutualistas o por su propia cuenta. Se calcula que a principios de 1997 los fondos de jubilación controlaban 70 000 millones de dólares de activos financieros de los mercados emergentes.

La notable afluencia de capitales hacia América Latina por lo general fue bien recibida entre los estudiosos. Se consideró que constituía un ahorro externo que complementaba al interno y que aumentaba la inversión y favorecía el crecimiento.

En cuanto a la inversión extranjera directa se pensaba que elevaba la eficiencia micro o sectorial gracias a la transferencia de tecnología y al conocimiento administrativo que por lo general acompaña a dicha inversión. Salvo algunas excepciones, la mayoría de los estudiosos olvidó que ya en el pasado la abundante entrada de capitales en América Latina terminó en crisis. Por desgracia, como se verá enseguida, el desarrollo de los sistemas financieros y la inestabilidad que le es consustancial pueden ejercer un efecto negativo en el crecimiento y el desarrollo en general

#### LOS EFECTOS DE LA AFLUENCIA DE CAPITALES Y DEL AUGE BURSÁTIL EN LOS PAÍSES EMERGENTES

En toda América Latina la entrada de capitales tuvo efectos positivos de tipo keynesiano, ya que redujo la escasez de divisas y permitió utilizar más plenamente la capacidad productiva, lo que dio lugar a un aumento de la producción, los ingresos y el empleo. Sin embargo, la velocidad con que las entradas de capital cerraron la brecha externa y generaron un excedente de divisas se reflejó en una tendencia a la sobrevaluación del tipo de cambio, en una rápida reducción del superávit de la balanza comercial y en un aumento del déficit en cuenta corriente.

La respuesta de los países fue diversa. Argentina eligió un enfoque más puro de mercado respecto a las entradas de capital: optó por una intervención no esterilizadora que implica una política monetaria más pasiva y una mayor revaluación del tipo de cambio. Chile mostró una actitud más activa por medio de una intervención esterilizadora que permitió practicar una política monetaria más dinámica para evitar una expansión excesiva de la demanda agregada y una fuerte sobrevaluación del tipo de cambio. La esterilización se complementó con medidas para

restringir o disuadir ciertas entradas de capital (requerimientos de reserva para algunos créditos externos y diversos controles cuantitativos, como períodos mínimos de vencimiento, volumen mínimo de emisiones de bonos, etc.).

Si no se evita la sobrevaluación del tipo de cambio ello perjudicará el volumen de las exportaciones, aspecto clave del modelo orientado al exterior. Como señala Stephany Griffith-Jones, "una revaluación del tipo de cambio causada en este caso por el 'mal holandés' financiero, o sea, un aumento de las entradas de capital, reducirá el rendimiento de las exportaciones, lo cual podría tener efectos negativos, a largo plazo, en la producción [...] así como inhibir la inversión en exportaciones, socavando con ello la lógica del modelo, la cual se fundamenta en un crecimiento basado en las exportaciones y necesita generar exportaciones para ayudar al servicio del capital que está ingresando".<sup>23</sup>

El surgimiento de una sobrevaluación alienta una devaluación anticipada. Esto puede provocar una caída súbita o hasta una fuerte reversión de las entradas de capital cuya dinámica depende en buena medida del clima de confianza. Bastará algún acontecimiento político que no agrade a los mercados o algún signo de malestar social que los inquiete, para que el capital se fugue y el nivel de las reservas internacionales se vea seriamente afectado.

Pero la crisis no se limitará al mercado cambiario, pues repercutirá seriamente en el mercado bursátil. En efecto, las bolsas emergentes están expuestas a tres peligros: la dificultad creciente para privatizar, el repliegue de las inversiones extranjeras y el riesgo de cambio asociado a la devaluación.

1) Las privatizaciones de empresas públicas tuvieron un profundo efecto en el desarrollo de los mercados emergentes debido a que la oferta de títulos a que dan lugar aumenta la capitalización y la liquidez del mercado, además de que favorece el surgimiento de un tejido financiero nacional que facilita la creación de fondos de jubilación privados también nacionales. Asimismo, las privatizaciones crean un marco favorable al desarrollo de los bancos de inversión y de los servicios financieros. Esta tendencia, ininterrumpida desde los primeros años noventa y que contribuyó al auge de las bolsas emergentes, comenzó a estancarse a medida que el número de empresas públicas privatizables disminuyó. Como es lógico, la continuación de ese proceso despierta cada vez más la oposición nacionalista y de los sindicatos, temerosos de los despidos que por lo general entrañan las privatizaciones.

2) Entre los factores que los inversionistas internacionales consideran (rendimiento, riesgo de cambio, régimen fiscal) se encuentra la liquidez anticipada, es decir, la capacidad para monetizar las colocaciones rápidamente sin pérdida importante del valor del capital. La falta de liquidez es una característica inherente a las bolsas emergentes, particularmente expuestas a fenómenos de sobre-reacción que provocan caídas brutales de los cursos bursátiles. Además, no hay que olvidar que el crecimiento explosivo de las bolsas en estos últimos años provoca

23. Stephany Griffith-Jones, *op. cit.*, p. 169.

el arribo masivo de capitales a menudo anglosajones que buscan nuevas oportunidades de inversión. En estas condiciones las bolsas emergentes con liquidez muy baja están estructuralmente amenazadas con el retiro de los grandes fondos anglosajones. Basta con que algunos de los grandes fondos de inversión internacionales decidan cambiar de zona geográfica para invertir una tendencia juzgada prometedora. Así, desde febrero de 1994 las bolsas emergentes han tenido que enfrentar una importante corriente vendedora cada vez que se vuelve más restrictiva la política monetaria estadounidense.

3) La interdependencia de los mercados financiero y de cambios introduce una fuente adicional de volatilidad proveniente del riesgo cambiario, es decir, del riesgo de registrar una pérdida o una ganancia en el momento de convertir la moneda nacional en una internacional. Así, por ejemplo, el inversionista internacional que coloca capital en la Bolsa de Valores de México espera obtener una plusvalía financiera y un ingreso incrementado si la moneda se aprecia, pero una fuerte devaluación podría anular sus ganancias. Por ello el saldo de la balanza comercial y el nivel de las reservas internacionales se observan con particular atención al momento de realizar la inversión en algún país. Igualmente, cuando ésta ya se realizó, cualquier indicador que muestre a los inversionistas internacionales que la moneda nacional corre el riesgo de devaluarse desencadenará importantes órdenes de venta que engendrarán bajas cuantiosas en los mercados financieros.

La crisis que se propaga del mercado de cambios al financiero no para ahí y puede sacudir al sistema bancario. En este aspecto, el caso mexicano fue muy ilustrativo, pues tras la devaluación del peso a finales de 1994 los bancos encararon compromisos en dólares cuyo valor en moneda nacional aumentaba cuantiosamente en el mismo momento en que tenían que hacer frente a importantes retiros de depósitos.

Por otro lado, la fuerte alza de la tasa de interés para sostener el peso aumentó el costo que los bancos tenían que pagar por la obtención de recursos y los condujo a encarecer sus créditos, con lo que sacudieron la solvencia de los prestatarios y aumentaron la proporción de créditos dudosos en su cartera. En estas condiciones, las agencias calificadoras internacionales disminuyeron su evaluación de los bancos mexicanos, lo que tornó aún más difícil su acceso a los mercados internacionales de capitales e incrementó su riesgo de iliquidez.<sup>24</sup>

De una manera general se considera que los choques macroeconómicos casi siempre están en el origen de las crisis bancarias<sup>25</sup> afectando los activos o los pasivos del sistema.

En el caso de los activos, se puede tratar de una recesión importante, de un deterioro de los términos de intercambio o de cualquier otro efecto desfavorable a la riqueza nacional que dis-

minuye la rentabilidad de los prestatarios y los coloca en la incapacidad de rembolsar su deuda.

En cuanto a los pasivos, se considera que los choques macroeconómicos pueden afectar el monto de los depósitos y otros pasivos bancarios, lesionando así la capacidad de los bancos para otorgar préstamos.

A este respecto, no hay que olvidar que las dos fuentes más importantes de financiamiento bancario en América Latina son los depósitos y, en algunos países y en ciertos períodos, los préstamos del extranjero. Como se sabe, tanto los depósitos como la disponibilidad de capitales extranjeros son particularmente volátiles en América Latina.

En estas condiciones, el monto de los depósitos puede disminuir a causa de una devaluación anticipada vinculada a un déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos y a un tipo de cambio considerado irreal. La baja acentuada del monto de los depósitos o de la capacidad de los bancos nacionales para endeudarse en el extranjero reducirá gravemente la liquidez del sistema bancario nacional.

Para restaurar su liquidez, los bancos se verán obligados a vender sus activos o a reducir su cartera de préstamos a base de no renovar los créditos que llegan al vencimiento. No obstante, un rechazo súbito del crédito al sector privado no financiero será muy desestabilizador para este último y podría provocar una severa recesión con graves efectos en la calidad de la cartera bancaria.

Sin embargo, los choques macroeconómicos sorpresivos no son una condición suficiente de las crisis bancarias. Hay que comprender por qué en algunas ocasiones los sistemas bancarios son suficientemente débiles para verse sacudidos por los choques macroeconómicos y en otros casos son bastante fuertes para resistir.

En todo caso, señalan Gavin y Hausmann, no hay que perder de vista que durante las fases en que llegan recursos abundantes del exterior el sistema bancario manifiesta una fuerte tendencia a expandir el crédito más allá de lo razonable. Los banqueros otorgan crédito con mucha facilidad, sin informarse mayormente sobre la credibilidad y la solvencia de los prestatarios. Esto por varias razones.

El auge de la demanda de créditos tiende a aparecer durante el período de expansión macroeconómica, cuando los prestatarios representan de manera temporal clientes muy remuneradores provistos de liquidez. Además, la velocidad a la que aumente la cartera de préstamos en el momento en que la demanda de crédito se incrementa puede agravar los problemas de información de los banqueros. Antes que nada, para aumentar su cartera de préstamos muy rápidamente, los banqueros no sólo necesitarán tomar más riesgos entre sus clientes sino también encontrar nuevos prestatarios.

Ahora bien, por razones obvias los nuevos clientes son sujetos sobre los cuales los banqueros tienen poca información, lo que significa que con el aumento de la demanda de crédito el riesgo inherente a la cartera aumentará, como también lo hará la cantidad de empresas a las que hubiera sido prudente no prestar. Otra razón por la cual, como dicen Gavin y Hausmann, "los períodos

24. Para un tratamiento más detallado de la crisis financiera mexicana véase Héctor Guillén Romo, *La contrarrevolución neoliberal en México*, Ediciones ERA, México, 1997.

25. Michael Gavin y Ricardo Hausmann, "Les origines des crises bancaires: le contexte macroéconomique", en *Problèmes d'Amérique Latine*, París, abril-junio de 1996.

fastos no son los mejores para aprender”<sup>26</sup> es que cuando se dispone fácilmente de crédito, los prestatarios pueden pasar cualquier prueba de liquidez para medir su solvencia sirviéndose del crédito obtenido en algún otro lugar.

Pero el efecto del flujo de capitales internacionales en el sistema bancario nacional no es el último eslabón de la cadena. Debido a un *efecto de contagio* se asiste a una propagación internacional de la crisis, favorecida por la liberalización financiera.

Así, cuando el financiamiento del déficit externo gracias a inversión de cartera y de otros capitales flotantes conduce a una depreciación brutal de la moneda nacional, a una fuerte caída de las acciones y a una fragilización del sistema bancario de un importante país emergente como México, esto tiende, por el efecto de contagio, a expandir la sospecha sobre todas las bolsas de los países emergentes.

Se trata, en un primer momento, de un contagio llamado “efecto tequila” que incidió en otros países de América Latina, principalmente Argentina, pero también Brasil y en menor medida Venezuela. La bolsa argentina cayó de manera estrepitosa y, a pesar de algunas similitudes aparentes, su situación era muy diferente de la de México. Su crecimiento era más fuerte, su inflación más débil y su déficit en cuenta corriente proporcionalmente dos veces menos importante.

Por último, en tanto que el peso mexicano estaba vinculado al dólar mediante un sistema frágil de tipo de cambio administrado, el peso argentino estaba vinculado al dólar en virtud de una “ley de convertibilidad” inscrita en la Constitución. Como se sabe, para volver este compromiso creíble, el peso argentino sólo podía ser creado si su emisión estaba cubierta totalmente con dólares. A pesar de estas diferencias, la crisis de confianza afectó al sistema financiero argentino ocasionando en su propio sistema bancario problemas de una magnitud cuando menos tan importante como en el caso mexicano.


En un segundo momento, la crisis se propagó a otros países situados fuera de América Latina, en particular la India, Pakistán y Turquía. En este caso se consideró que la pérdida de confianza en México había originado una nueva sensibilidad de los inversionistas a los riesgos corridos en todos los países emergentes. La desconfianza se propagó de un mercado a otro, afectando los eslabones más débiles del sistema financiero internacional. Los títulos se vuelven indiferentes ante una dinámica de duda que los contamina a todos.

Como señala André Orléan, “con la noción de confianza se reconoce la presencia en la evaluación financiera de una dimensión colectiva que hace del precio una realidad no reductible al juego mecánico de los fundamentales. El precio ya no es un simple reflejo de restricciones objetivas de escasez: pone igualmente en juego un *juicio colectivo*, el de la comunidad financiera, que como tal constituye una totalidad activa, dotada de intereses y creencias más o menos fundadas.” En estas condiciones, “al igual que el contagio, la confianza (o la desconfianza) hace entrar en escena una adhesión colectiva a ciertas creencias, se propaga,

da nacimiento a evoluciones de precios desconectadas de los fundamentales y se autorrealiza”.<sup>27</sup>

## CONCLUSIÓN

Los efectos de la afluencia de capitales y del auge bursátil en los países emergentes resultan sin duda del juego de opiniones que se expresan en los mercados y de la incertidumbre que pesa sobre las políticas económicas y las dinámicas macroeconómicas, pero responden también a las mutaciones de las finanzas internacionales presentes desde principios de los ochenta. Entre estas mutaciones destaca que el estatuto mismo de los movimientos de capitales se ha transformado. Habiendo sido considerados a principios de los cincuenta por James Meade como movimientos compensatorios, se vuelven ahora el elemento central de la economía internacional y relegan las transacciones corrientes a un papel secundario. El ejército de la especulación, compuesto principalmente por inversionistas institucionales, es capaz de desplazar grandes masas de capital y sacudir violentamente los tipos de cambio de los países emergentes con todas las consecuencias que ya se conocen.

Ante esta situación, el debate se orienta en el sentido de cómo controlar los mercados financieros. Para algunos se trataría de aceptar la globalización pero controlando a los actores (inversionistas institucionales, bancos comerciales, empresas, gobiernos) mediante un dispositivo prudencial que reduzca las asimetrías de información, impida los comportamientos generadores de riesgo y la propagación de accidentes financieros nacionales.<sup>28</sup> Para otros, se trataría de frenar con medidas administrativas los movimientos de capital de corto plazo, como lo hacen incluso gobiernos bien conocidos por su orientación neoliberal, como el de Chile. Hay quienes van aún más lejos y aceptan limitar la libre circulación financiera internacional mediante propuestas como la del Nobel de Economía, James Tobin, quien recomendó instaurar un impuesto de 1% sobre la conversión instantánea de una moneda en otra.<sup>29</sup> De cualquier manera, en el debate teórico y en la práctica se impone cada vez más la necesidad de un prestamista de última instancia en escala internacional que intervenga de manera *ex post*, como lo ha hecho en varias ocasiones el FMI. Gracias, entre otras cosas, a una inyección masiva de liquidez, el prestamista de última instancia ejerce un papel fundamental al detener el pánico y restaurar la confianza en todos los mercados contagiados por la crisis. 

27. André Orléan, “Contagion spéculative et globalisation financière: quelques enseignements tirés de la crise mexicaine”, en André Cartapanis (coord.), *Turbulences et spéculations dans l'économie mondiale*, Economica, París, 1996, pp. 39-40.

28. Jacques Léonard, “Mouvements de capitaux et instabilité financière internationale. Contrôle et prévention de risques”, en Jacques Léonard (ed.), *Les mouvements internationaux de capitaux*, Economica, París, 1997.

29. A este respecto, véase Mahbub ul Haq, Inge Kaul y Isabelle Grunberg (eds.), *The Tobin Tax Coping with Financial Volatility*, Oxford University Press, 1996.

26. Michael Gavin y Ricardo Hausmann, *op. cit.*, p. 141.