

LA CRISIS MEXICANA EVIDENCIA LA DIFICULTAD DE CONVIVIR CON LOS CAPITALES EXTRANJEROS *

LUCIANO COUTINHO **

Después de un largo periodo de marginación —causado principalmente por la crisis de la deuda— las economías en desarrollo volvieron, en los últimos tres años, a ser objeto de interés de los capitales extranjeros.

De hecho, después de captar poco capital externo en el periodo 1982-1989, los países en desarrollo recibieron abundantes flujos de capitales en una proporción media de 2.5 por ciento de sus PIBs en el periodo reciente (1990-1994).

Para estos países fluyeron US\$ 400 mil millones en los últimos cuatro años (cerca de US\$ 96 mil millones/año), bajo la forma de inversiones en bolsa de valores, aplicaciones financieras en títulos, inversiones directas y préstamos a los respectivos sectores públicos.

En el caso de América Latina, esta reversión fue aún más marcada, pues durante la etapa 1982-1989, la región en vez de recibir, había transferido anualmente recursos para los acreedores e inversionistas en una proporción media de 2.4 por ciento de su PIB. Al contrario, en el periodo reciente (1990-1994), recibió flujos anuales equivalentes a 3 por ciento del PIB.

Esta verdadera avalancha de capitales en dirección a los países en desarrollo ha sido explicada por los siguientes factores coyunturales:

- a) Por la lasitud de las políticas monetarias en los países desarrollados que,

* Traductor: Eliete Avila Wolff; revisó la traducción: Alexander Corcho Berdugo.

** Profesor titular de Economía de la Universidad de Campinas (UNICAMP). Fue Jefe de la Secretaría Especial de Asuntos Económicos del Ministerio de Hacienda (Gobierno Sarney) y exsecretario de Ciencia y Tecnología del Estado de São Paulo (Gobierno Quércia).

con excepción de Alemania, aplicaron tasas de interés muy bajas entre 1990 e inicio de 1994;

b) por la búsqueda de alternativas de retornos más elevados, ofrecidas por los países en desarrollo (intereses de los respectivos títulos públicos y privados, y expectativas de ganancias de capital en las bolsas de valores “emergentes”);

c) por las decisiones de invertir directamente en los países en desarrollo, para expandir negocios o adquirir activos productivos, aprovechando las atractivas oportunidades creadas por los respectivos programas de privatización.

Los flujos de capitales son en general positivos para las economías en desarrollo, pero en dosis excesivas se vuelven negativos. De hecho, las siguientes consecuencias han sido señaladas:

1) Los ingresos de capitales permitieron acomodar déficit en cuenta corriente de magnitudes crecientes (los países en desarrollo pasaron de la posición deficitaria media anual de US\$ 19 mil millones en la segunda mitad de los años ochenta, a un nivel de US\$ 94 mil millones/año entre 1991-1994);

2) estos déficit elevados en cuenta corriente no serían contraproducentes si correspondieran a la absorción de inversiones productivas, pero adquieren carácter deletéreo si el ingreso de capitales financia principalmente el incremento del consumo (la balanza de comercio de los países en desarrollo pasó de una posición superavitaria media anual de US\$ 27 mil millones entre 1986-1990, a una posición anual deficitaria de US\$ 23 mil millones entre 1991-1994).

En la gran mayoría de los países este déficit se refirió a la importaciones de bienes de consumo, sin que ocurriera una elevación significativa de la tasa de inversión agregada. En el caso de los países de América Latina, la proporción de las inversiones sobre el PIB permaneció prácticamente constante, mientras los gastos de consumo subieron 2.5 por ciento de la renta nacional;

3) los flujos macizos de capitales descontrolan la oferta monetaria y provocan fuertes valorizaciones de los activos reales y financieros en los países receptores (precios de los inmuebles, acciones, títulos), indicando presiones inflacionarias;

4) los ingresos en gran escala de capitales externos inundan el mercado de divisas y provocan una apreciación de la tasa real de cambio;

5) finalmente, los países cuyos déficit en cuenta corriente son financiados por la entrada de capitales se vuelven vulnerables a la reversión de estos flujos. En estas circunstancias, una reversión abrupta crearía violentas tensiones inflacionarias, fuerte depreciación cambiaria y riesgo de graves insolencias financieras.

Incluso las instituciones más ortodoxas, como el Fondo Monetario Internacional, se preocuparon con los riesgos resultantes de los flujos excesivos de capitales.¹

El más reciente informe anual del Fondo (de octubre p.p.), advierte en la p. 57:

...la preocupación con flujos macizos de capitales incluye el impacto sobre las condiciones monetarias, la posibilidad de intensificación de las presiones inflacionarias y de una apreciación excesiva de la tasa real de cambio, lo que tiende a reducir la competitividad externa y a exacerbar los déficit en cuenta corriente. Sobre todo, cualquier reversión súbita de estos flujos colocaría en riesgo la viabilidad externa y la estabilidad doméstica de los mercados financieros. La gravedad de estos riesgos aumenta con la proporción de capitales de corto plazo y en países donde las condiciones económicas fundamentales no están debidamente solucionadas.²

El ejemplo mexicano, no podría ser más elocuente.

¿Qué podría causar una súbita y peligrosa reversión del movimiento de capitales?

El informe del FMI pondera que puede surgir en los países desarrollados (especialmente en Estados Unidos) una fuerte inconsistencia entre la política fiscal (déficit elevados) y la política monetaria, lo que, asociado a expectativas de aumento de la inflación, tendería a provocar una subida exagerada de las tasas de interés en los mercados financieros centrales, atrayendo los capitales que hoy financian los déficit de los países en desarrollo.

Esta posibilidad es tomada en serio por el FMI, al punto de determinar una alternativa pesimista para el escenario global.

Los intereses muy elevados disminuirían la recuperación de la economía mundial y provocarían una dramática crisis de los países en desarrollo, particularmente en aquellos que dependen de la entrada de capitales externos.

Lo anterior no alcanza siquiera a describir la realidad. La elevación reciente de la tasa de interés en Estados Unidos puso a México, que ya era vulnerable, en una situación peligrosa, obligando a las autoridades económicas a admitir una fuerte hiperdevaluación del peso, cuyas consecuencias aún están por venir.

¹ Véase "Recent Experiences with Surges in Capital inflows", Kahn, R., *et al.*, *IMF*, diciembre de 1993.

² Véase "World Economic Outlook", *IMF*, octubre de 1994.

Aún es difícil prever la dimensión de los daños, cuya asimilación dependerá del apoyo que la reserva federal norteamericana pueda prestar a la banca mexicana.

De cualquier forma, la credibilidad fue rota y difícilmente se conseguirá revertir una significativa depreciación del peso mexicano, provocando graves pérdidas para los inversionistas extranjeros (detentores de US\$ 51 mil millones en papeles mexicanos) y perjuicios para el gobierno, empresas públicas y privadas mexicanas deudoras en dólares.

Tensiones inflacionarias poderosas serán deflagradas, en virtud del elevado coeficiente de importación, poniendo en riesgo el anunciado congelamiento de precios y salarios por 60 días.

Si la cadena de efectos desestabilizadores no es frenada por intervenciones, Argentina será la próxima víctima.

Pero, aunque las secuelas de la crisis mexicana sean parcialmente neutralizadas, será inevitable una interrupción por varios meses de los flujos de capitales hacia América Latina.

Para Brasil, que inicia un nuevo gobierno, rodeado de grandes esperanzas y optimismo, esta interrupción temporal de los flujos de capitales libera al nuevo equipo económico del dilema inmediato de cómo evitar presiones adicionales de valoración del real, sin desequilibrar las condiciones fiscales y monetarias internas.

Sin embargo, es relevante aprender la lección y preparar alternativas para el futuro.

Pasada la tempestad, los flujos podrán volver, aunque en menor escala, ya que Brasil es visto hoy como un área subrepresentada en las carteras de aplicaciones de los bancos e inversionistas internacionales.

Hace poco, antes de la implosión mexicana, importantes instituciones bancarias recomendaban la ampliación del peso de papeles brasileños en sus activos.

Esto resulta ahora indefendible: no es posible ajustarse pasivamente a los flujos de capitales y aceptar déficit elevados en cuenta corriente (como deseaba parte del actual equipo económico), sin correr graves riesgos.

Es imposible imaginar formas de corregir el desfase de la tasa de cambio y evitar su apreciación adicional.

En un próximo artículo exploraremos alternativas de la política en esta dirección, compatibles con el Plan Real y consistentes con la recuperación organizada del desarrollo.