



## América Latina en el proceso de globalización financiera.

Roberto Frenkel

Los países de América Latina (AL) fueron parte del proceso de globalización financiera desde sus comienzos, entre fines de los años sesenta y principios de los setenta. La globalización financiera envuelve dos procesos complementarios. Uno es la adopción de reformas institucionales y legales que permiten el libre flujo de capitales a través de las fronteras. El otro es el efectivo incremento de los flujos de capital entre países.

La globalización de la región no fue progresiva y continua, ni en su aspecto institucional ni en su lado cuantitativo. El primer auge de flujos de capital hacia las economías en desarrollo tuvo un final abrupto con las crisis financieras y externas, entre 1981 y 1982. Las crisis fueron seguidas por la nacionalización de una gran proporción de las deudas del sector privado, a través de diferentes mecanismos en cada país. Se estableció a continuación un arreglo institucional por el cual la financiación externa de cada país debía negociarse simultáneamente con los acreedores internacionales y el FMI. Durante el resto de los años ochenta la región estuvo sometida a un régimen caracterizado por dos rasgos estilizados: (i) el financiamiento externo estaba racionado y; (ii) las negociaciones con los acreedores y las agencias multilaterales imponían generalmente transferencias netas al exterior de magnitud macroeconómica significativa. En este período fueron revertidas algunas de las medidas de liberalización del mercado de capitales adoptadas previamente. Esta reversión temporal de la apertura y liberalización financiera fue principalmente motivada por la necesidad de poner bajo control las tendencias explosivas generadas por las crisis.

Hay otros aspectos de la primera etapa de la globalización regional que merecen ser subrayados. En la región se ensayaron las primeras experiencias de apertura comercial y financiera completas. Argentina, Chile y Uruguay aplicaron paquetes de políticas similares – los llamados “experimentos de liberalización del Cono Sur” – en el último cuarto de los años setenta. Todos ellos finalizaron en crisis financieras y cambiarias, default de las deudas y profundas recesiones. Por otro lado, las crisis de AL mostraron los primeros episodios de contagio regional. Por ejemplo, el financiamiento voluntario desapareció para Colombia, forzando al país a la renegociación de su deuda, pese a que Colombia ostentaba indicadores de endeudamiento relativamente reducidos y no mostraba problemas de sostenibilidad.



La región no se desvinculó del proceso de globalización en los años ochenta. Aunque resultaba prácticamente imposible conseguir financiamiento voluntario, los países de la región mantuvieron estrechas relaciones con el sistema internacional a través de la negociación del servicio de la deuda contraída previamente. Cuando varias de las economías regionales, particularmente las mayores, entraron en los años noventa a un nuevo período de auge financiero, lo hicieron con la carga de una gran deuda externa, heredada de la temprana experiencia de globalización y del desastre a que ésta condujo.

La región se reinsertó en el proceso a principios de los noventa y experimentó un nuevo auge de flujos de capital que se encaminó a un *"sudden stop"* con las crisis mexicana en 1994-95. En esta oportunidad el período de retracción del financiamiento fue corto. Los influjos de capital se recuperaron desde 1996 con un peso mayor de la inversión extranjera directa. El comportamiento cíclico no se repitió después de la contracción detonada por las crisis asiática y rusa.

Muchos participantes vieron el primer auge de los años 1990 como la etapa inicial de largo período de crecimiento de los flujos de capital a los mercados emergentes, como resultado de un continuo proceso de profundización financiera a escala mundial. Esta era la visión predominante en los organismos financieros multilaterales y en algunos gobiernos. Era compartida por muchos inversores e intermediarios financieros internacionales. Se pensaba que el sistema tendería sin interrupciones a la integración completa de los mercados emergentes en un mercado global. La posibilidad de crisis era simplemente descartada. La posibilidad de comportamientos de manada por parte de los inversores internacionales no era siquiera considerada. Los analistas de mercados financieros estaban familiarizados con estos fenómenos, pero conceptos como *"contagio"* y *"sudden stop"* nacieron y fueron aplicados al mercado internacional recién después de la crisis de México.

La amplitud del primer auge de los años 90 estuvo relacionada con esta subestimación de riesgos por parte de los inversores, que alentó la intensidad de los flujos de capital. Fue una burbuja liderada por los activos de México. La crisis de México reveló los riesgos y mostró la volatilidad de los flujos de capital. Pero también expuso la posibilidad y efectividad de una intervención pública internacional de escala inédita. Los paquetes de rescate permitieron que México y otros países afectados – principalmente Argentina – cumplieran todos sus compromisos financieros. Esto sentó las bases para un nuevo auge, que se extendió hasta la crisis asiática.



Después de las crisis de Asia, Rusia y Brasil se instaló la idea de que el proceso de integración financiera internacional seguía una trayectoria cíclica. Consecuentemente, se esperaba una nueva fase de auge. Por ejemplo, esta era la creencia de las autoridades económicas que asumieron el gobierno de Argentina a fines de 1999. La perspectiva optimista estaba alentada por la efectividad que habían mostrado los paquetes rescate para evitar el default en la mayoría de los casos. Y también por la naturaleza relativamente benigna que había tenido la crisis de Brasil.

Sin embargo, otros datos indicaban que el proceso había tomado una dirección diferente. Primero, el volumen de los flujos netos de capital no se recuperó de los bajos niveles registrados en 1998. Segundo, las primas de riesgo permanecieron sistemáticamente altas para algunos países de peso importante en el promedio de los mercados emergentes, por arriba de un piso que duplicaba las magnitudes de las primas observadas en los periodos de auge previos.

La dinámica de los precios también mostraba aspectos novedosos. Las primas de riesgo y los flujos privados de capital oscilaban al ritmo de nuevas formas de contagio. Pueden citarse los efectos del colapso de los precios de las componentes del NASDAQ y de los aumentos de precios del petróleo (por ejemplo, la prima de riesgo de México aumentó junto con el resto de las primas de los emergentes pese a que ese país es un exportador de petróleo.)

La reducción en los flujos de capital y las innovaciones en su dinámica aparecieron asociadas con otros cambios de significación, que modificaron sustancialmente el contexto que había prevalecido en los años 90. Simultáneamente tuvo fin el largo período de crecimiento de la economía de los Estados Unidos. El colapso de la burbuja de las acciones tecnológicas provocó un importante efecto riqueza negativo. Esa burbuja había crecido en paralelo con el auge de los mercados emergentes y ambos tipo de activos representaban el nuevo conjunto de oportunidades de inversión de alto rendimiento. La retracción en la demanda de activos de los mercados emergentes resultante de las expectativas de ingresos reducidas y de las pérdidas causadas por la caída de precio de las acciones se vio potenciada por una mayor incertidumbre.

Del lado de la oferta, los activos emitidos por los mercados emergentes regionales habían perdido el atractivo que mostraban en los primeros años noventa. Las cuentas externas de estos países y la capacidad de pago de sus obligaciones externas fueron cambiando a lo largo de la década, en buena medida como resultado del propio proceso de globalización. La contrapartida de los flujos netos



de capital es el incremento del capital extranjero y de las deudas externas privada y pública. Esto se refleja en la cuenta corriente del balance de pagos como un continuo crecimiento del ingreso de factores del exterior. En algunos casos relevantes, el crecimiento de la cuenta de ingresos del capital no fue contrapesado por un crecimiento de las exportaciones netas, lo cual generó déficit estructural en la cuenta corriente. Gran parte del problema que confrontan estos países deviene precisamente de esta inconsistencia entre las posiciones financiera y comercial con relación al resto del mundo.

A fines de los noventa, confrontados con una retracción en la oferta de fondos del exterior, los países altamente endeudados desesperaban por la refinanciación de sus vencimientos de capital y por financiamiento adicional para cubrir déficits de cuenta corriente determinados principalmente por los servicios del capital (intereses y utilidades.) En 2001 esta situación involucraba a países como Argentina y Brasil, que dan cuenta de un importante porcentaje de la deuda de América Latina y de la deuda total de los emergentes. A fines de 2002 Argentina había entrado en default y Brasil tenía en mercado cerrado para nuevas colocaciones<sup>1</sup>.

### **La importancia de las políticas locales durante los períodos de auge de los flujos de capital.**

En contraste con Argentina y Brasil, otros emergentes latinoamericanos mostraban posiciones más robustas. Las diferencias resultan principalmente de las distintas trayectorias de integración internacional seguidas por los países en los años noventa. En este punto queremos subrayar el papel que jugaron las políticas locales aplicadas durante dicha década.

El análisis comparado de las experiencias encuentra diferencias significativas, tanto en las características de las medidas de liberalización de la cuenta de capital como en el volumen y composición de los flujos de capital. Aunque fueron participantes del mismo proceso de globalización, los países siguieron diferentes trayectorias de integración comercial y financiera.

Las trayectorias que condujeron a situaciones de alto endeudamiento y mayor vulnerabilidad se caracterizan por una desregulación completa de la cuenta de capital, tipos de cambio fijo o cuasi fijo y un papel pasivo de la política monetaria.

---

<sup>1</sup> En abril de 2003 se reabrió el mercado para la colocación de bonos brasileños. El gobierno colocó mil millones de dólares de nueva deuda a una tasa de 10.7%.



Los ejemplos de estas trayectorias son: Argentina a lo largo de todos los años noventa, Brasil en el período 1994-98 y México hasta 1995.

Del otro lado, en las trayectorias que dieron lugar a las situaciones más robustas se encuentra algún tipo de regulación de la cuenta de capital, coordinada con políticas monetarias y cambiarias más activas. Chile y Colombia en la primera mitad de los años noventa son ejemplos de este tipo de trayectoria<sup>2</sup>.

Las decisiones con relación a la cuenta de capital – esto es, la existencia de regulaciones o la desregulación completa – no fueron en ningún caso medidas aisladas, sino aspectos complementarios de distintas estrategias de política. En los casos en los cuales se aplicaron regulaciones, éstas apuntaban a permitir o reforzar políticas monetarias y cambiarias enfocadas en el crecimiento y la estabilidad de precios sin perder de vista el tipo de cambio real. Chile y Colombia adoptaron inicialmente políticas cambiarias de bandas móviles, procuraron regular los flujos de capital mediante la imposición de cuasi tributos diferenciados por tipo de flujo – que implicaban la necesidad de preservar algún control del mercado de cambios – y aplicaron políticas de esterilización. Por otro lado, en los casos en los cuales la cuenta de capital fue totalmente desregulada, la política económica estaba orientada a la integración completa con el sistema financiero internacional y los flujos de capital constituían un componente esencial de esas políticas.

Chile y Colombia, por un lado, y Argentina y Brasil, por el otro, son ejemplos de trayectorias diferentes de integración correlacionadas con diferentes estrategias de política. La experiencia de México en los años noventa comprende ambos tipos de trayectoria. Su experiencia en la primera mitad de los noventa se ubica sin duda en el segundo grupo, tanto con relación a las políticas como respecto al comportamiento de la economía. En cambio, en la segunda mitad de los noventa el país siguió una trayectoria diferente, con tasas de crecimiento relativamente altas y un importante incremento en las exportaciones de manufacturas, que condujeron a la economía a una posición comparativamente más robusta al final de la década. Podríamos agrupar la experiencia de México en la segunda mitad de los noventa con los casos de Chile y Colombia, mientras que México en la primera mitad se agruparía con los casos de Argentina y Brasil.

---

<sup>2</sup> Las diferencias en las estrategias de política están relacionadas con las diferentes prioridades que imponían las situaciones macroeconómicas a finales de los años ochenta. Argentina, Brasil y México debían controlar la inflación y recuperar el crecimiento, después de un prolongado período de alta inflación y estancamiento. En cambio, en Chile y Colombia la inflación estaba bajo control y ambas economías venían creciendo a tasas relativamente altas.



Esa clasificación de experiencias y políticas destaca el papel del tipo de cambio real como determinante crucial de las diferencias entre los dos grupos<sup>3</sup>. Esto es así porque el único cambio importante en la estrategia de política instrumentado por México después de su crisis fue la adopción de un régimen cambiario de flotación, que llevó a una devaluación significativa del tipo de cambio real en los siguientes tres años (no en toda la segunda mitad de la década.) Esto no implica atribuir al tipo de cambio depreciado todas las mejoras mostradas por México en la segunda mitad de los noventa. Obviamente, el NAFTA y el largo período de crecimiento de la economía de los Estados Unidos han tenido papeles importantes. ¿Pero habría podido México aprovechar el NAFTA y el crecimiento de Estados Unidos en caso de haber persistido con el régimen de política previo? De hecho, la crisis hizo imposible esa persistencia, pero puede imaginarse que hubiera resultado muy difícil para México revertir las bajas tasas de crecimiento y el alto déficit comercial en esa circunstancia.

---

<sup>3</sup> En comparación con el tipo de cambio real medio de la segunda mitad de los años ochenta, en el período 1991-94 Chile y Colombia apreciaron sus monedas significativamente menos que Argentina y México.