

6

El cambio en la globalización financiera a principios del siglo XXI

Roberto Frenkel

A fines de la década de los años noventa y comienzos de la actual, el proceso de globalización financiera que había seguido América Latina parecía haberse convertido en un lastre para el crecimiento y en fuente de inestabilidad.

En primer lugar, estaba la evidencia de la volatilidad de los flujos de capital y la sensibilidad al contagio internacional. Estos aspectos habían sido puestos de relieve por las crisis de México y Argentina (en 1995) y de Brasil (en 1999) y por el fuerte impacto financiero negativo que tuvieron en la región las crisis asiáticas y rusa.

En segundo lugar, la región ostentaba los casos internacionalmente más importantes de alto endeudamiento, como los de Argentina y Brasil, que se encontraban en situaciones de trampa financiera, con altísimas primas de riesgo, recesión o bajo crecimiento y gran fragilidad financiera externa.

Otros mercados emergentes de la región, como México, Chile y Colombia, mostraban mejores situaciones relativas. Sin embargo, más allá de estas diferencias, los países de mercado emergente de América Latina, al cabo de casi tres décadas de participación en la globalización financiera, estaban integrados al sistema en forma segmentada. Constituían una "clase" de activos cuyos rendimientos, aún en los casos más favorables, como el de Chile, incorporaban una significativa prima de riesgo país. Las primas regionales de riesgo país alcanzaron un mínimo en 1997, en las vísperas de la devaluación de Tailandia. Pero las primas aumentaron posteriormente y permanecían relativamente altas a comienzos de la presente década. Consecuentemente, en tanto la suma de la tasa internacional libre de riesgo y la prima de riesgo país establecen el piso de la tasa de interés local, la integración financiera internacional parecía condenar a estas economías a tasas de interés sistemáticamente mayores que las de los países desarrollados, con consecuencias negativas sobre el crecimiento y la distribución de los ingresos.

Las circunstancias mencionadas no dejaban mucho lugar al optimismo con relación a la estabilidad y el crecimiento de la región.



Sin embargo, de manera inesperada, el panorama comenzó a mostrar importantes cambios positivos poco tiempo después, particularmente desde 2003. El crecimiento de la economía mundial se aceleró en un contexto de inflación baja y no surgieron nuevas crisis. Las economías de mercado emergente de la región acompañaron en general estas tendencias, aunque hay diferencias significativas en los ritmos de crecimiento nacionales.

Este cambio no se produjo porque se corrigieron las fallas del contexto constituido previamente, sino porque el sistema financiero internacional tomó una dirección inesperada. Gran parte de los países de mercado emergente pasaron a generar superávit de cuenta corriente – o a reducir significativamente los déficits previos – y acumular persistentemente reservas internacionales. Hubo un vuelco en el proceso: al pasar de ser usuarios de ahorro externo a convertirse en exportadores de ahorro e intermediarios internacionales de los flujos de capital, los países de mercado emergente cambiaron el sentido de su inserción en la globalización.

Por ejemplo, la fuerte mejora en las cuentas externas de Brasil fue la clave del camino que le permitió salir de la trampa financiera en que encontraba. En Argentina, después del default de la deuda externa y de su reestructuración exitosa, también facilitada indirectamente por las nuevas condiciones financieras internacionales, el nuevo contexto contribuyó a la rápida recuperación de la economía. Para la región en general, el cambio se tradujo en una significativa reducción de las primas de riesgo país, que alcanzaron su mínimo histórico en 2006.

El cambio afectó también favorablemente a las economías que mantuvieron o se colocaron en posiciones externas deficitarias, como Turquía, Hungría y la India. Como los casos deficitarios son minoritarios, esto facilita la obtención de financiamiento del déficit y se redujeron significativamente los riesgos de contagio y comportamientos de manada.

En la generación de este cambio convergieron dos tipos de factores. Por un lado, la política monetaria de Estados Unidos y el notable comportamiento de su economía. Entre 2002 y 2005 la política monetaria mantuvo las tasas de interés de corto plazo en sus mínimos históricos. Desde 2003 Estados Unidos aceleró su tasa de crecimiento y desde entonces se aceleraron aún más sus importaciones y su déficit de cuenta corriente, transformando esta economía en el gran demandante internacional de importaciones y de financiamiento externo.



Por otro lado, después de las crisis asiáticas y rusa, las economías de China, gran parte de las del este de Asia y Rusia han venido practicando políticas cambiarias de managed floating con tipos de cambio competitivos, preservando altas tasas de crecimiento. Después de las pioneras economías asiáticas, también adoptaron estas políticas otras economías europeas y latinoamericanas.

El incremento de las importaciones de Estados Unidos y de las importaciones derivadas del crecimiento de Asia tuvo impacto en los volúmenes y precios de las exportaciones latinoamericanas. Para la región latinoamericana al sur del Caribe, menos vinculada comercialmente que el norte con la economía de Estados Unidos, resultó de particular importancia el auge experimentado por las economías de Asia

Sin embargo, no fueron exclusivamente los factores extra-regionales los que explican el cambio. Las políticas macroeconómicas aplicadas en la región también contribuyeron. Argentina, por ejemplo, viene generando importante superávit de cuenta corriente y acumuló us\$ 18 mil millones (MM) adicionales de reservas entre 2003 y 2005. México redujo su déficit de cuenta corriente de 1.4% del PIB en 2003 a 0.6% del PIB en 2005 y en este período acumuló reservas adicionales por us\$ 20 MM. Perú pasó de un déficit de cuenta corriente de 1.5 % del PIB en 2003 a un superávit de 1.3% del PIB en 2005 y acumuló reservas adicionales por us\$ 4.5 MM. Chile pasó de un resultado de cuenta corriente de -1.3% del PIB en 2003 a un superávit de 0.6% del PIB en 2005 y en ese año incrementó sus reservas en us\$ 1.7 MM. Brasil mostró superávit de cuenta corriente desde 2003 y entre ese año y 2005 acumuló reservas adicionales por us\$ 15 MM.