

SEGUNDA SESIÓN

**LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL
E IBEROAMÉRICA**

LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL E IBEROAMÉRICA

Por JOSÉ MARÍA GONZÁLEZ PÁRAMO

La crisis financiera cuyo episodio notable más reciente se produjo en agosto del año 1998 es, en rigor, la primera gran crisis global que se registra en la historia de la economía mundial. Como las restantes áreas económicas, Latinoamérica se ha visto sacudida por la crisis, aunque el protagonismo de las economías que la integran haya sido secundario y un tanto inmerecido. Porque en los últimos años, los principales países latinoamericanos han desarrollado políticas y reformas esencialmente correctas. Esta crisis —cuyos rasgos básicos se glosan a continuación— muestra que las indiscutibles virtudes de la globalización no están exentas de riesgos, espoleados en ocasiones por «espíritus animales» que hoy, en tiempos de lo políticamente correcto, reciben el apelativo de «huida hacia la calidad».

La naturaleza global de la presente crisis se ha hecho bien patente en la rapidez —casi instantaneidad— de su transmisión. Movimientos bursátiles en Moscú, Sao Paulo o Tokio, o noticias económicas producidas en estos países, han tardado horas o minutos en reflejarse en las bolsas de Londres o Madrid. El mundo forma ya un gran mercado, en el que actúan con más potencia que nunca tres mecanismos de transmisión de impulsos económicos:

1. El comercio de bienes, servicios y capitales a largo plazo.
2. Las relaciones financieras internacionales (potenciadas por la liberalización de los movimientos de capital, la presencia creciente de la

banca extranjera en los mercados de crédito y la participación de los no residentes en la propiedad de activos nacionales).

3. El estado de la confianza de los inversores. Unos mecanismos actúan con más rapidez que otros.

Un cambio súbito en las expectativas de futuro sobre los mercados emergentes —como el provocado por la moratoria de la deuda y las restricciones cambiarias rusas de mediados de agosto— provocan inmediatamente «huidas hacia la calidad». Capitales financieros a corto plazo huyen de Latinoamérica y Asia hacia los bonos estadounidenses y otros activos seguros. Las anticipaciones negativas afectan también a las acciones de las empresas con más presencia en estas economías, y se trasladan con más lentitud a las decisiones de inversión a largo plazo (inicialmente sólo se paralizan nuevos proyectos) y a las de los consumidores, en respuesta al efecto riqueza (menor valor de sus activos financieros) y a la erosión de su confianza. La pérdida de vigor del consumo y la producción repercuten negativamente sobre los mercados de exportación, alimentando la duración de la crisis.

Como primera crisis global, sus raíces son complejas y deben buscarse en diferentes escenarios: países emergentes de Asia, Japón, Rusia y Latinoamérica. Los países desarrollados han sido en esta ocasión relativamente ajenos al origen último de la crisis, aunque han contribuido a su transmisión y determinarán en gran medida su duración, dado su enorme peso en los mercados mundiales de exportación.

La crisis en los países emergentes de Asia —Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas, Singapur, y, a la cabeza, Corea— es la primera en manifestar sus síntomas, a mediados de 1997, como resultado de tres grandes problemas de fondo:

1. Debilidades estructurales tanto en la industria (gestión poco profesional, escasa transparencia y endeudamiento excesivo), como en el sistema financiero (regulación y supervisión muy defectuosas, elevada morosidad crediticia e interferencia política favorable a «megaproyectos» de prestigio e inversiones inmobiliarias poco productivas).
2. Excesivo optimismo fundado en el historial de altas tasas de crecimiento, y compartido por los residentes en la región, las instituciones financieras y los grandes inversores internacionales. La insuficiente evaluación de riesgos resultante se ha manifestado en una elevadísima tasa de inversión, excesivamente apalancada, una fuerte concentración de ésta (proyectos inmobiliarios y sectores industriales con bajo

rendimiento) y, finalmente, un recalentamiento de la economía, patentizado en grandes déficit externos financiados con capitales a corto plazo.

3. Políticas cambiarias muy orientadas a mantener la paridad con el dólar norteamericano.

Con la apreciación registrada por el dólar desde mediados del año 1995, las exportaciones de estos países comienzan a ceder terreno, al tiempo que lo hacen las inversiones japonesas. El estallido de la crisis era cuestión de tiempo, hasta que en julio de 1997 Tailandia devalúa el bath, iniciándose un «efecto dominó» que terminaría afectando a Malasia, Indonesia, Corea y las restantes economías de la región.

Esta crisis incide directamente en Japón, aunque su alcance se viese magnificado por problemas estructurales preexistentes: un sistema financiero debilitado por el mal control de riesgos y por la interferencia gubernamental en las relaciones banca-industria, una escasa competencia interna (mercado de trabajo y sector importador) y una intensa regulación de sectores básicos (electricidad, líneas aéreas, transportes y telecomunicaciones, esencialmente). La crisis asiática incide de lleno en este panorama a través del canal comercial, seguido de quiebras bancarias derivadas de una altísima morosidad (con índices de morosidad sobre créditos totales del 15%), un efecto riqueza muy negativo ligado al desplome de los precios de los activos inmobiliarios y financieros y un cambio drástico en los indicadores de confianza. Inicialmente la orientación restrictiva de la política fiscal —hoy rectificada— vino a empeorar las cosas, y posteriormente, el sistema financiero cambió su política de crédito fácil por restricciones crediticias. Como resultado, Japón atraviesa una situación fuertemente recesiva, con tipos de interés cercanos a cero y caídas de precios, así como en el consumo, la inversión y el crecimiento.

La crisis rusa se registra también en un marco lastrado por severos problemas internos, reflejados en una elocuente cifra: la renta real de la economía rusa es hoy un 40% inferior a la existente en 1992. Fracasados los procesos de liberalización y privatización a causa de la ausencia de una cultura empresarial, la herencia del pasado ha dejado tras de sí una rígida estructura productiva, desarrollada tan sólo en los sectores energético y financiero. Las políticas fiscal y monetaria mantenidas hasta 1997 fueron ortodoxas: el déficit público disminuyó del 18 al 7%, al tiempo que aumentaba la deuda pública en manos de no residentes, y se consiguió reducir fuertemente la tasa de inflación, gracias a la utilización de tipos de

interés inusitadamente altos y, desde el año 1995, a una política cambiaria que ligaba estrechamente el rublo al dólar.

Desde mediados de los años noventa, a la debilidad de la demanda interna y la precaria situación social y política se vino a sumar el efecto de la crisis asiática —disminución de la demanda de energía y del precio del petróleo, que constituye la mitad de las exportaciones rusas— y la consiguiente reevaluación de riesgos por parte de los inversores internacionales, que determinó una reducción de la financiación disponible para los mercados emergentes. El día 17 de agosto de 1998, las autoridades rusas reconocen la insostenibilidad de la situación. En esta fecha se devaluó el rublo un 30% respecto del dólar, se decidió una moratoria de 90 días para el pago de la deuda externa, se puso en marcha una conversión de la deuda interna con alargamiento de plazos, y se restringieron las operaciones en divisas. Tras un año de inestabilidad en los mercados asiáticos, moderadamente trasladada a otras economías emergentes, como las latinoamericanas, los acontecimientos de agosto —poco relevantes en sí mismos dado el pequeño peso de Rusia en la economía mundial— determinarían una brusca revisión de expectativas que tomaría cuerpo en todos los mercados mundiales y, con especial intensidad, en los latinoamericanos.

En el año 1997 el conjunto de Latinoamérica crecía en términos reales un 5,4%, tasa superior a la media de las tres décadas anteriores (4,1%). La tasa media de inflación alcanzó el 10% (120% como media entre 1980 y 1997) y los déficit públicos sólo superaban el 3% en Brasil (6,1%) y Bolivia (3,3%). Esta situación relativamente saneada se explica, en buena medida, por un conjunto de políticas económicas que había sacado enseñanzas correctas de la crisis de la deuda. La «crisis larga» de 1982-1992, una crisis de solvencia derivada del endeudamiento externo excesivo en la segunda mitad de los años setenta y la apreciación del dólar a comienzos de los ochenta, sólo pudo entrar en vías de solución cuando, a cambio de las quitas más o menos expresas acordadas bajo el Plan Brady (1989), las economías latinoamericanas se comprometieron con objetivos de estabilidad macroeconómica (políticas monetaria y fiscal restrictivas), con una apertura creciente al exterior de la mano de acuerdos regionales —Mercado Común Suramericano (Mercosur) y Zona de Libre Comercio del Atlántico Norte (NAFTA)—, con ambiciosos programas de privatización y con una serie de profundas reformas estructurales. Éstas se dirigirían al sector industrial (reducción de aranceles, de subsidios y de la multiplicidad cambiaria, apertura a la inversión externa y promoción de la compe-

tencia), al sector financiero (entrada de la banca extranjera, desregulación y desintermediación en la financiación empresarial) y al sector público (privatización y reforma tributaria).

Aunque el periodo 1982-1992 fue una «década perdida» para el crecimiento, las reformas emprendidas y, sin duda también, la cooperación financiera internacional (particularmente la norteamericana) permitirían aislar los efectos de la «crisis corta» de la deuda mexicana de los años 1994 y 1995: en 1996 la tasa de crecimiento de Latinoamérica alcanzaba ya el 4% y continuaría aumentando en el año 1997.

En un proceso de relativo saneamiento macroeconómico y de reformas estructurales, ¿qué explica la severidad del impacto de la crisis sobre Latinoamérica? Esencialmente tres causas básicamente externas y una interna: Brasil. Primero, la climatología (*El Niño*), con desastrosos efectos en la actividad de Perú, Ecuador y América Central. Segundo, la fuerte apreciación del dólar —al que buena parte de estos países han asociado su moneda— registrada entre 1995 y el verano de 1998. Tercero, el descenso de la demanda y los precios de las materias primas determinado, esencialmente, por la crisis de los países asiáticos emergentes y Japón. Todos los países latinoamericanos han registrado este efecto, dado el peso de las materias primas en sus exportaciones: petróleo (Venezuela, México, Colombia, Perú y Ecuador), cobre (Chile y Perú), celulosa y madera (Chile), cartón (Venezuela), bauxita (Venezuela y Brasil), café (Brasil y Colombia) y soja (Brasil y Argentina). En tan sólo un año, tras el verano de 1997, los descensos de precios iban desde el 18% para el índice agregado de grano, hasta el 41% en el caso del café, pasando por el 30% del petróleo y el cobre.

Y un factor interno: Brasil. La economía brasileña, con el 40% de la población latinoamericana, un producto interior bruto que duplica el mexicano y triplica el argentino, y un papel protagonista en Mercosur junto a Argentina, desempeña un papel central en la región. Tras el éxito inicial del Plan Real de 1994 (vinculación al dólar, fin de la indiciación, liberalización comercial dentro de Mercosur y anuncio de reformas en el sector público y en el sistema financiero), se produjeron entradas importantes de capital. Sin embargo, la posterior apreciación del real deterioró fuertemente la posición exterior de Brasil, al tiempo que las reformas en el sector público mostraban su fracaso. Para 1998 se esperan unos muy pobres resultados macroeconómicos: crecimiento real reducido, 0,8%, un déficit público insostenible, 7,7% y déficit exterior corriente, 4,0%. Estos datos, suma-

dos a una inestable situación política, así como al riesgo de una devaluación descontrolada y el consiguiente efecto contagio sobre Argentina y las demás economías del área, explican la sobre-reacción de los mercados bursátiles, que verían desplomarse sus cotizaciones entre el 35 y el 50% en poco más de un mes, tras la crisis rusa.

Las perspectivas de las economías latinoamericanas al finalizar el año 1998 son menos pesimistas de lo que la brusca reacción de los mercados bursátiles del pasado verano llevaba a pensar. De hecho, el recorte en los precios se limitaba a finales de diciembre al 7% en México (35% en septiembre respecto de comienzos de julio), 28% en Argentina (45% en septiembre) y 35% en Brasil (más del 50% en septiembre). Las razones para el optimismo son varias. En primer término, de nuevo la cooperación internacional muestra sus virtudes. Los recortes de tipos de interés decididos por la Reserva Federal y los bancos centrales europeos, en buena medida de carácter preventivo, han traído cierta calma a los mercados financieros, al alejar el fantasma del *credit crunch*, mejorando las perspectivas de la economía mundial. Por su parte, Japón ha comenzado a enfrentarse a las raíces de su actual recesión, aprobando medidas para recapitalizar el sistema bancario —inyecciones de capital y nacionalizaciones— y para estimular la demanda a través del presupuesto. Y en esta misma línea, aunque con efectos más directos sobre las economías de la región, tras la resolución de la incertidumbre política y la aprobación de un paquete de ajuste presupuestario, Brasil negociaba durante el mes de noviembre con el Fondo Monetario Internacional un préstamo de 41.000 millones de dólares.

La cooperación internacional y el reajuste brasileño no son los únicos elementos que permiten concebir esperanzas. El debilitamiento del dólar desde comienzos de julio de 1998, unido a depreciaciones nominales de algunas monedas frente al dólar (pesos mexicano y colombiano, sol y sucre) y al alivio de las presiones inflacionistas, determinará en 1999 ganancias apreciables de competitividad. Por otra parte, los mercados de futuros descuentan mejorías en los precios de las materias primas para 1999. Pero lo que es más importante, ni siquiera en los momentos más duros de la crisis se han puesto en duda por nadie las enseñanzas de la «década perdida»: las expectativas de mayor crecimiento a largo plazo pasan por la estabilidad política y la estabilidad económica, y ésta sólo puede descansar en ortodoxia fiscal y monetaria, en la apertura creciente al exterior y en la continuación de las políticas de liberalización y competencia. Esta receta no inmuniza frente a la crisis, pero prepara a las eco-

nomías latinoamericanas para una fase de fuerte crecimiento una vez que factores coyunturales como la climatología adversa, los bajos precios de las materias primas, un dólar caro y unas economías asiáticas anormalmente deprimidas, hayan dejado de ser los rasgos básicos del escenario económico internacional.