

Panorama General

El acceso a los mercados mundiales de capital reporta beneficios importantes para los países prestatarios, pero también plantea riesgos. Los flujos privados de capital especulativo y las fases de auge y contracción de los países receptores de capital han sido durante mucho tiempo una característica común del panorama económico internacional. Esta situación, característica de los años noventa, también se dio en varias ocasiones en el siglo pasado durante episodios de auge de los flujos de capital privado hacia los mercados emergentes, y probablemente siga planteando un desafío en el nuevo milenio.

Junto con las vulnerabilidades de las políticas macroeconómicas de los países y las deficiencias de sus sectores bancarios y financieros, el retiro cuantioso, repentino y rápido de financiamiento por los mercados internacionales de capital contribuyó al agravamiento de las últimas crisis financieras en los países en desarrollo, y acentuó la gravedad de éstas entre 1997 y 1999. Diez países, a los que había correspondido la mitad del total de flujos del mercado internacional de capital a los países en desarrollo, registraron una reducción repentina del orden de la mitad de sus entradas brutas de capital, frente a los niveles anteriores a la crisis. En ellos también se registró una crisis de confianza que condujo a grandes salidas de fondos por parte de los ciudadanos, lo que profundizó las crisis financieras. Otros países en desarrollo, afectados por contagio, experimentaron una reducción, de alrededor de la cuarta parte, de sus entradas brutas del mercado de capital con respecto a los niveles anteriores a la crisis. En momentos en que los países necesitaban más, y no menos, acceso al financiamiento externo para ajustarse a la baja del comercio mundial y de los precios de los productos básicos, el retiro de los flujos de los mercados internacionales de capital acentuó el ciclo descendente de su crecimiento económico. En el informe "Flujos mundiales de financiamiento para el desarrollo" del año pasado se llegó a la conclusión de que el efecto acumulado de esta evolución del financiamiento externo fue la desaceleración del crecimiento agregado de los países en desarrollo, al 1,6% en 1998, la tasa más lenta desde el inicio de la crisis de la deuda en 1982. El crecimiento disminuyó en todas las regiones, pero la reducción fue especialmente pronunciada en Asia oriental y en América Latina, las dos regiones que se habían beneficiado más del auge de los mercados emergentes registrado en los años noventa.

Este informe comienza con un análisis, en el Capítulo 1, de las perspectivas de crecimiento a corto plazo en los países en desarrollo dos años y medio después del estallido de la crisis, en un medio de contracción de los flujos del mercado internacional de capital y una aversión más pronunciada al riesgo. Más adelante, en los Capítulos 2 y 3, se analizan en más detalle algunos de los últimos acontecimientos registrados en los flujos mundiales de financiamiento para el desarrollo y sus perspectivas, en forma agregada y respecto de sus varios componentes privados y públicos. En el Capítulo 4 se examinan los beneficios y riesgos especiales de los flujos de capital a corto plazo: en su calidad de componente más inestable y de tendencia más fácil de invertir de los flujos recientes de capital privado hacia los países en desarrollo, dichos flujos han atraído más atención desde la última crisis. A ello le sigue, en el Capítulo 5, una reseña de las opciones de políticas para el diseño y la adopción de salvaguardias –tanto incentivos como controles– que pueden ayudar a proteger a los países de la vulnerabilidad externa a las crisis sistémicas. En el último capítulo se presenta una retrospectiva de más de un siglo de fases de

auge y contracción de los flujos de capital privado hacia los mercados emergentes, y se extraen las principales enseñanzas para el nuevo milenio.

El crecimiento en los países en desarrollo está comenzando a recuperarse de la crisis financiera mundial de 1997-99, como se predijo en "Flujos mundiales de financiamiento para el desarrollo", de 1999, y en *Global Economic Prospects 2000* (Perspectivas económicas mundiales). La recuperación ahora se basa en un crecimiento más fuerte del previsto en un grupo más amplio de países industriales, en la extraordinaria firmeza de la recuperación del comercio mundial y en la afirmación de los precios de los productos básicos. Todos estos elementos permitirán un mayor "autofinanciamiento" del desarrollo y una recuperación más sostenible en los países en desarrollo, lo que permitirá reactivar toda la actividad económica, en lugar de un desarrollo basado en una recuperación selectiva e incierta de los flujos de los mercados internacionales de capital. Habida cuenta de la solidez del comercio mundial y el crecimiento en los países industriales, en este informe se hace una revisión en más del crecimiento de 1999 en los países en desarrollo, del orden de 0,6 puntos porcentuales, al 3,3%. Análogamente, las perspectivas de crecimiento de los países en desarrollo se revisan en 0,4 puntos porcentuales más en el año 2000, al 4,6%, y en 0,1% más entre los años 2001 y 2002, al 4,8%, frente a las previsiones de *Global Economic Prospects 2000*.

Sin embargo, no todos los países en desarrollo participarán por igual en esta recuperación. Es probable que haya una distribución desigual, y que los países que dependen más del comercio, están más diversificados o atraen más inversión extranjera directa experimenten el crecimiento más rápido, al igual que las naciones que han mejorado recientemente su posición competitiva; varias economías de Asia oriental, países de Europa oriental que han ingresado como miembros de la Unión Europea, Brasil y México muestran una o más de estas características. También se prevé que China e India, donde vive el 46% de la población de los países en desarrollo y el 55% de los pobres, podrán sostener un crecimiento bastante rápido al mismo tiempo que abordan cuestiones relativas a la reforma en el ámbito nacional. Es probable que el crecimiento sea más lento en los países exportadores de petróleo (en gran medida debido a su nivel de sobreendeudamiento y a la baja prevista del precio del petróleo), y en los países exportadores de productos agrícolas básicos (que encaran una crisis de su relación de intercambio). Tampoco ha habido un ajuste cabal a los efectos de la crisis financiera mundial. Es probable que el crecimiento a corto plazo (2000-02) permanezca por debajo de las tendencias anteriores a la crisis, salvo en países de ajuste y recuperación excepcionalmente rápidos. Los países y las regiones que se están ajustando más rápido debido a las reformas impuestas por la crisis saldrán beneficiados a largo plazo, pero la crisis puso en evidencia deficiencias que llevará tiempo abordar. Un gran número de países en desarrollo volverá a tener un crecimiento positivo per cápita en el año 2000, frente a la situación catastrófica de 1998-99. Sin embargo, 41 países en desarrollo, o más de 1.000 millones de habitantes, apenas habrán iniciado el rumbo hacia el crecimiento positivo per cápita; la mayoría de estos países son de ingreso bajo. Esto pone de relieve el frágil camino del ajuste y la recuperación que queda por delante. Además, si bien los riesgos sistémicos del medio mundial se han reducido, persiste el riesgo de que no se logren los objetivos fijados. Este último se desprende de la necesidad de realizar simultáneamente cuatro transiciones: a un acomodamiento llano en los Estados Unidos; del estímulo fiscal al crecimiento impulsado por la demanda privada en Japón; a sectores financieros y empresariales más sólidos

en Asia, y al ajuste en los países exportadores de petróleo. A corto plazo, el precio más alto del petróleo también plantea algunos riesgos adicionales.

Las tendencias de *los flujos de capital privado* hacia los países en desarrollo en 1999 experimentaron tres cambios fundamentales. Primero, es evidente la retracción de los flujos del mercado internacional de capital a niveles que se vieron por última vez a principios de los años noventa. Esto se debe a una mayor aversión al riesgo después de lo ocurrido en 1997-99, que cortó el acceso de muchos prestatarios del sector privado a los flujos de capital y desplazó a los mercados de bonos al sector público (empréstitos soberanos). Segundo, la disminución de los flujos de capital privado también se debe a la caída de la demanda de financiamiento externo en los países en rápido proceso de ajuste de Asia oriental y otras regiones. Tercero, los flujos de inversión extranjera directa, que resistieron esta crisis, ahora se han convertido en la fuente más grande de flujos de financiamiento a largo plazo más estables y confiables para el crecimiento de los países en desarrollo. Estos flujos han aumentado, de unos US\$35.000 millones en 1991, a US\$131.000 millones en 1996 y US\$192.000 millones en 1999.

En consecuencia, las tendencias de los mercados de capital privado al parecer están llegando al fin del ciclo: de un auge del crédito cada vez más fácil entre 1990 y 1996, a una caída de la oferta entre 1997 y 1999, y a una recuperación gradual prevista para el período comprendido entre los años 2000 y 2002. La naturaleza gradual de esa recuperación se debe en algunos casos a la persistencia de restricciones del crédito y al retorno de una demanda básica y más sostenible y firme de empréstitos (y al uso más eficiente de estos) en muchos países en desarrollo, a medida que las empresas reducen su relación endeudamiento-capital propio, mejoran la supervisión y reglamentación bancaria y los gobiernos aplican mejores políticas macroeconómicas. También se prevé que la inversión extranjera directa tenga un crecimiento más moderado que en el pasado, un aminoramiento del reciente aumento repentino a que, en parte, dio lugar la privatización acelerada y el aumento de las fusiones y adquisiciones de empresas en dificultades.

Las tendencias de *los flujos oficiales de financiamiento* en 1999 incluyeron un alza moderada (probablemente temporaria) de los flujos de fondos, y el inicio de un programa reforzado de alivio de la carga de la deuda de los países pobres muy endeudados. El año pasado también se observó una pronunciada caída del financiamiento oficial en condiciones comerciales, tras un año sin precedentes en 1998, en que se aplicaron programas de rescate para varios países en crisis.

Los flujos de ayuda encaran varios problemas graves. Uno es la disminución de los volúmenes de ayuda debido al fin de la Guerra Fría, los recortes presupuestarios en los países donantes y la idea de que la ayuda otorgada en el pasado ha sido ineficaz. Otros problemas son el aumento del número de organismos de ayuda y de organizaciones no gubernamentales que participan en programas de esta naturaleza, la asignación y uso ineficaces de la ayuda y los elevados niveles de dependencia de ésta en algunos países, junto con la necesidad creciente de asistencia humanitaria. Hace falta una nueva asociación entre donantes y receptores para asegurar que el dinero de la ayuda se gaste con más eficacia. Se deben tomar medidas para asignar mejor la ayuda a los países que apliquen las políticas de desarrollo y los programas de reducción de la pobreza más eficaces, y para abordar nuevos desafíos, como medidas para reducir la propagación transfronteriza de enfermedades infecciosas y el suministro de otros bienes públicos mundiales.

El Marco reforzado de la Iniciativa para la reducción de la deuda de los países pobres muy endeudados (PPME) promete otorgar un alivio más rápido y profundo de la carga de la deuda y lograr mejores resultados en materia de reducción de la pobreza que otros programas anteriores de alivio de la deuda. Se ha avanzado mucho, pero persisten problemas graves. Deberá estudiarse un gran número de países para la aplicación en ellos de programas de alivio de la carga de la deuda que se acordarán el año próximo. También se necesitará el apoyo de todos los donantes para mantener los nuevos flujos de ayuda y, al mismo tiempo, el alivio de la carga de la deuda para los países más pobres (el principio de la "adicionalidad"), como se ha convenido. Algunos organismos multilaterales regionales también necesitarán apoyo financiero del exterior para poder cancelar en libros deudas contraídas con anterioridad. Tal vez el mayor desafío de todos será asegurar que los programas de reducción de la pobreza de los países vinculados con la Iniciativa para los PPME funcionen eficazmente, como estaba previsto.

Los flujos de financiamiento oficial en condiciones comerciales para los países en crisis está disminuyendo a medida que se atenúa la crisis. La función de dicho financiamiento ha causado preocupación por el riesgo moral que puede engendrar. En consecuencia, se está pidiendo al sector privado que participe más en los costos del financiamiento de los países en crisis, por ejemplo, en Ecuador, Pakistán y Ucrania. Esto debería promover mejores prácticas de gestión de los riesgos por parte de prestamistas y prestatarios en el futuro, pero también puede aumentar los costos de los nuevos empréstitos, especialmente para los países menos solventes.

Los *empréstitos a corto plazo* contraídos por países en desarrollo frente a los bancos internacionales casi se triplicaron entre 1990 y 1997, y experimentaron un crecimiento especialmente rápido en Asia oriental y América Latina. Parte de este aumento rápido estuvo relacionado con importantes beneficios: contribuyó a financiar el aumento del comercio y a respaldar el crecimiento económico más acelerado. Sin embargo, las distorsiones inducidas por las políticas también contribuyeron al aumento de los empréstitos a corto plazo. Estas distorsiones se originaron en parte en la rápida liberalización de los sistemas bancarios nacionales y en la apertura de cuentas de capital en los países prestatarios sin que se aplicaran las prácticas adecuadas de supervisión y gestión de los riesgos. Otros factores comprendieron la esterilización de las entradas de capital en procura de defender los tipos de cambio fijos, y las reglamentaciones relativas a la suficiencia de capital en los países de origen de esos fondos, que favorecían el financiamiento a corto plazo. Las influencias cíclicas, como las tasas más bajas de interés en los países de origen de los fondos y las fases ascendentes de los mercados de activos en los países prestatarios, también estimularon un crecimiento más riesgoso y rápido de los empréstitos a corto plazo. El financiamiento a corto plazo para los países en desarrollo por lo general también sigue estrictamente los movimientos de la coyuntura, aumenta durante épocas buenas y se reduce en forma aún más pronunciada después de conmociones adversas. En consecuencia, dicho financiamiento suele acentuar las fases de auge y contracción, en lugar de contribuir a la promoción del consumo. El comportamiento riesgoso de contraer empréstitos y seguir los movimientos de la coyuntura ha hecho que el exceso de empréstitos a corto plazo (en relación con las reservas) en los países en desarrollo se haya vinculado estrechamente con reveses repentinos e inducido o agravado las crisis financieras. Un examen de las principales crisis en los años noventa –incluidas las de México en 1994, Tailandia y Corea en 1997 y la Federación de Rusia en 1998– revela que los mencionados factores de liquidez desempeñaron

una función predominante en desencadenar, inducir o agravar estas crisis, en interacción con otras fuentes nacionales de vulnerabilidad, como los aumentos de los activos nacionales, los excesivos déficit en cuenta corriente y la sobrevaloración o vinculación de las monedas. El debido seguimiento de la deuda a corto plazo y la presentación de informes al respecto siguen constituyendo un gran problema.

Es posible que revistan importancia las *medidas de salvaguardia*, aplicadas junto con medidas a largo plazo para reducir los riesgos de la crisis. Un análisis de las últimas propuestas lleva a tres conclusiones principales. Primero, todas esas medidas imponen costos (ya sea al restringir el acceso a los empréstitos externos o al elevar su precio), pero es probable que estos costos sean inferiores a los de una crisis financiera. Dichas intervenciones son especialmente valiosas cuando protegen a los pobres, al reducir la probabilidad de una recesión profunda y al pasar la carga de los costos a los que se benefician de manera más directa de los empréstitos extranjeros.

Segundo, todas esas medidas tienen limitaciones y tal vez deban combinarse y adaptarse a la situación de cada país. Los impuestos al "estilo chileno" aplicables a los empréstitos a corto plazo no son una panacea, y para ser eficaces deben abarcar cabalmente al total de entradas de fondos a corto plazo. Los controles prudenciales de capital sobre los préstamos internacionales del sector bancario constituyen una forma más focalizada de control, aunque elevan los costos para los prestatarios y pueden ser difíciles de aplicar. Las restricciones a las salidas de capital pueden resultar útiles en épocas de crisis, pero ellas son aún más difíciles de aplicar. El aumento del nivel de reservas internacionales proporciona liquidez para abordar los reveses repentinos de los flujos de capital, aunque imponen costos fiscales significativos, que son mayores para los países con una situación más precaria de cuenta corriente y equilibrio fiscal. Las líneas de crédito contingente del sector privado proporcionan otra forma de liquidez a un costo menor que el aumento de las reservas, pero requieren garantías costosas, pueden contrarrestarse con una disminución en el financiamiento y probablemente sólo puedan disponer de ellas los que son relativamente solventes. A corto plazo, las instituciones multilaterales también pueden respaldar dichas medidas con nuevos instrumentos financieros, como sus propios servicios de crédito contingente y garantías crediticias parciales, pero éstas también pueden reducir el acceso a otras formas de capital.

Tercero, ninguna de estas medidas puede sustituir a la existencia de mejores principios macroeconómicos fundamentales. Por ejemplo, dichas medidas no pueden proteger a los países de las consecuencias de los grandes déficit fiscales y la sobrevaloración de las monedas.

La *historia de los flujos internacionales de capital* en los últimos 130 años proporciona algunas enseñanzas para el nuevo milenio, aunque la situación ha variado extraordinariamente desde fines del siglo XIX. Primero, los aumentos de los flujos de capital hacia los mercados emergentes (durante cuatro de dichos episodios anteriores) comúnmente han sido parte de un proceso más grande de expansión rápida de la economía mundial. Estos períodos de expansión se vinculan con avances tecnológicos que mejoran las comunicaciones y el transporte. También se vinculan con un crecimiento firme, la expansión del comercio mundial, la rápida innovación financiera y condiciones políticas propicias.

Segundo, el auge de los flujos de capital de los años noventa fue similar a episodios anteriores en cuanto a su volumen (frente a las economías de los países prestatarios) y estrecha relación con el crecimiento económico rápido y el avance tecnológico. Sin embargo, también fue sorprendentemente distinto en cuanto a la variedad de instrumentos y beneficiarios, la creciente importancia que tuvo la inversión en acciones en lugar de los flujos generadores de deuda y las mayores diferencias entre países acreedores y deudores, tanto en materia de ingreso como de otras características.

Tercero, todos los episodios anteriores de aumento de los flujos de capital hacia los mercados emergentes terminaron en crisis internacionales de orden financiero o político: "acomodamientos difíciles" en lugar de "acomodamientos llanos". (En cambio, las crisis financieras y el sobreendeudamiento eran relativamente poco comunes durante la era de Bretton Woods, cuando los tipos fijos de cambio, los controles a los movimientos de capital y las reglamentaciones restrictivas del sector financiero estaban a la orden del día).

Cuarto, en el próximo decenio se podría registrar otro auge de los flujos de capital hacia los mercados emergentes, acompañados otra vez de una gran inestabilidad y el potencial para desencadenar crisis. A pesar de la reciente pausa registrada en los flujos de capital, es posible que el constante avance tecnológico, el crecimiento económico rápido y las condiciones políticas propicias respalden la plena reanudación, y tal vez otro auge, de los flujos de capital hacia los mercados emergentes en algún momento en la próxima década. Sin embargo, se prevé que los flujos habrán de seguir siendo especulativos. Las grandes diferencias en materia de ingreso y en los marcos jurídicos e institucionales de países acreedores y deudores por lo general habrán de exacerbar los efectos de la información asimétrica y el comportamiento "de rebaño" de los prestamistas. La función cada vez más importante que cumplen los sistemas bancarios en los mercados emergentes podría generar un mayor riesgo para los sistemas financieros. Además, la constante innovación financiera probablemente promueva los flujos especulativos y la rápida entrada y salida de capital de los mercados emergentes.

Sin embargo, es probable que los países aprendan las enseñanzas derivadas de la historia –como lo hicieron antes los países que hoy son industriales–, y cabe esperar que tomen medidas para reducir el impacto de la inestabilidad de los flujos de capital. Una mayor comprensión de los vínculos entre los aumentos de capital y las crisis probablemente aliente a aplicar un enfoque más cauteloso en lo que respecta al ritmo y la secuencia de la apertura de cuentas de capital, de acuerdo con la capacidad institucional de los países para administrar los riesgos inherentes. También debería aumentar el interés en las medidas de políticas destinadas a mejorar la seguridad y solidez de las instituciones y políticas nacionales bancarias y empresariales. Por último, la amenaza de crisis en el futuro debería hacer que los gobiernos centraran su atención en la creación y el financiamiento adecuado de redes nacionales de seguridad para los pobres. Hay razones para esperar que los cambios conduzcan a que los países en desarrollo aprovechen finalmente más de los beneficios prometidos con el acceso a los mercados mundiales de capital, y corran menos de los riesgos inherentes.